

# RELAÇÕES ENTRE DETERMINANTES DAS POLÍTICAS CORPORATIVAS DE GOVERNANÇA E DE ESTRUTURA DE CAPITAL: UMA MEDIÇÃO DE RELAÇÕES QUANTITATIVAS PELOS FATOS RELEVANTES

Renato Amoedo Nadier Rodrigues<sup>1</sup>

Wilson T. Nakamura<sup>2</sup>

Nadialice F. de Souza<sup>3</sup>

Resumo: O objetivo dessa pesquisa é verificar se a adesão a padrões de governança corporativa interfere na frequência com que as empresas ajustam seu financiamento. Para tanto, foram usadas informações obtidas das demonstrações financeiras e fatos relevantes das empresas de capital aberto listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) – informações estas que indicam desde o ingresso aos mercados diferenciados até a emissão ou pagamento de títulos. Analisando as regressões foi possível afirmar de maneira consistente – graças ao uso do estimador DD – que as empresas que migraram para o Novo Mercado passam a divulgar mais fatos relevantes ligados a estrutura de capital – indicando maior atividade de implemen-

---

<sup>1</sup> Graduado em Engenharia de Produção Civil (UNEB) e Direito (UFBA), especialista em Direito Empresarial (UFBA), mestre em Direito Privado e Econômico (UFBA), mestre em Direito e Economia pelo *EMLE – European Master in Law and Economics* (Bolonha/Hamburgo/Rotterdam) e concluiu os créditos do doutorado em Finanças Estratégicas (Administração) da Mackenzie.

<sup>2</sup> Graduado em Administração, Economia, Contabilidade e Direito (USP). Mestre e doutor em Administração (USP, 1998). Atualmente Professor dos Programas de Pós-Graduação de Contabilidade e Administração na Universidade Presbiteriana Mackenzie.

<sup>3</sup> Graduada, mestre e doutora em Direito (UFBA). Advogada e docente.

tação de estratégias corporativas.

Palavras-Chave: Títulos Mobiliários. Governança Corporativa. Empresas brasileiras. Fatos Relevantes. Diferença da diferença.

## INTRODUÇÃO



s conceitos envolvidos no presente trabalho – governança corporativa (considerando a definição operacional da adoção de migração para o Novo Mercado) e estratégia de estrutura de capital (adotando conceitos operacionais de emissão ou recolhimento de títulos mobiliários) – são elementos fundamentais das políticas das corporações para obtenção de financiamento.

No Brasil, o tema da governança corporativa tornou-se central com a instituição dos mercados diferenciados da Bovespa, a partir do ano 2000, como um marco no movimento de reabilitação da Bolsa – juntamente com as sucessivas reformas da Lei das Sociedades Anônimas. Em 2011 foi encerrada a primeira década dos mercados diferenciados, e foi o momento em que a Bovespa escolheu para debater a reforma<sup>4</sup> desses mercados, sendo então o limite entre a representatividade máxima e as demandas do futuro.

Uma vez que a categoria estudada (mercados diferenciados) não existia em décadas anteriores, não há outro momento em que a obtenção de dados seja mais propícia; e, considerando que a Bolsa pretende sua reforma, não há momento em que suas conclusões sejam mais necessárias; então, o tema deve ser considerado atual.

Entretanto, tendo como parâmetro, a governança corpo-

---

<sup>4</sup> Em 08/04/2011 foram emitidos pela Bovespa os Ofícios Circulares n.17, 18 e 19/2011 buscando revisar os regulamentos de listagem dos mercados diferenciados – adaptando-os a convergência de padrões contábeis prevista na Lei 11.638/07 e a Instrução n.480/09 da CVM.

rativa, em seu sentido amplo, como conjunto de mecanismos de controle nas organizações para dissuadir comportamentos oportunistas (LARKER e TAYAN, 2011), fica claro que o objeto ora estudado não versa apenas sobre inovações. Uma demonstração dessa ideia no Brasil é que a primeira Constituição de 1824 já instituía um “Poder Moderador” de controle dos demais poderes públicos, possuindo até o poder de controlar decisões do Papa no território nacional (Beneplácito).

De fato, existem mecanismos de freios e contrapesos (*checks and balances*) para controle de excessos em instituições há muito tempo; porém, as crises atuais da governança – tanto no âmbito corporativo quando nas Finanças Públicas (com causas e consequências muito semelhantes e intimamente ligadas tanto ao endividamento quanto às estruturas de controle) – deixam claro a insuficiência dos mecanismos aplicados e à necessidade de mais estudo, compreensão e aplicação desta disciplina.

## OBJETIVO E OBJETO

O objetivo imediato da pesquisa é identificar relações entre as políticas de governança corporativa (identificado pela migração para o Novo Mercado) e de estrutura de capital (consistente na emissão ou recolhimento de títulos) buscando efeitos nas práticas financeiras da adoção de políticas de governança. Em suma, é definir se há relação quantitativa entre a adesão a mercados diferenciados e a frequência de ocorrência de fatos relevantes relativos às opções e estratégias de financiamento da empresa.

Para tanto, esta pesquisa tem como objeto o conjunto das dezesseis empresas não financeiras que migraram para o Novo Mercado ente 2004 e 2010 (vide Apêndice A), e para cada uma destas empresas foi eleito um par de mesmo setor e atividade (não pertencente ao Novo Mercado) constituindo

uma amostra de controle equivalente a amostra de estudo.

## PROBLEMA E HIPÓTESES

A fim de atingir o objetivo foi traçado o seguinte problema: a política de certificação de governança muda a forma pela qual as empresas se financiam? Ou, em outras palavras: qual a influência entre o ingresso ao Novo Mercado e a adoção de novas estratégias de financiamento?

A adoção de políticas de governança tem sua definição operacional na migração para o Novo Mercado da Bovespa. Em seu turno, as políticas de financiamento são identificadas pelas estratégias de captação e investimento expressas nos fatos relevantes.

Os fatos relevantes indicam tanto a migração para o Novo Mercado quanto as operações significativas de títulos mobiliários pelas sociedades, tais como emissão de bônus de subscrição, ofertas públicas de ações, emissão ou pagamento de debêntures, dentre outros fatos que expressem, em conjunto ou isoladamente, uma política corporativa quanto à estrutura de capital. Desta maneira, apenas compilando os fatos relevantes, foi possível obter os dados necessários quanto a governança e quanto as políticas de estrutura de capital necessárias para as regressões.

## FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

O trabalho seminal sobre estrutura de capital – definida como a combinação entre capital próprio (ações) e capital de terceiros (dívida), utilizada para financiar os ativos da companhia – é o artigo de Modigliani e Miller (1958) que demonstra a irrelevância da proporção entre dívida e capital próprio para a determinação do custo de capital; em outras palavras, conside-

rando as premissas do mercado perfeito<sup>5</sup>, as decisões sobre a estrutura de capital não afetariam o valor da empresa.

Os mesmos autores – Modigliani e Miller (1963) – em um trabalho posterior, adicionaram considerações práticas às premissas teóricas do trabalho original, e, passaram a considerar a influência da tributação (como custo de transação necessário) sobre a estrutura de capital das empresas.

Aceitando que as despesas com juros sobre o endividamento são dedutíveis da base de cálculo do imposto de renda, chega-se à conclusão que a dívida proporciona um benefício fiscal às empresas; e, que o referido benefício produz uma redução do custo de capital de companhias que têm participação de capital de terceiros em seu passivo. Neste segundo trabalho, a conclusão foi de que seria possível às empresas reduzirem seu custo de capital através da utilização de capitais de terceiros.

Desde a publicação dos trabalhos seminais de Modigliani e Miller (1958 e 1963), diversos autores têm tentado identificar quais fatores podem influenciar na determinação da estrutura de capital das empresas. As principais teorias a respeito do assunto são a teoria do equilíbrio – ou *TradeoffTheory*(TOT) – e, a teoria da hierarquia das fontes, ou *PeckingOrderTheory*(POT).

A teoria do equilíbrio (MYERS, 2001) propõe que as empresas devem buscar um nível ótimo de endividamento.

---

<sup>5</sup> O “mercado perfeito” é uma heurística – modelo baseado em simplificação para a aproximação das soluções ideais aos problemas, como no *CeterisParibus* (considerar demais fatores constantes) de Pareto. Nesse caso, as suposições do “mercado perfeito” seriam: racionalidade de todos os atores do mercado; ausência de custos de transação; diluição de oferta e demanda de modo que nem um ator interfere no mercado de maneira significativa; homogeneidade de produtos transacionados; e, ausência de efeitos externos (liberdade de entrada). Farina (2005) parafraseia Pindyck e Rubinfeld, Goldberg e Williamson, respectivamente, ao afirmar que o mercado “é uma coleção de compradores e vendedores que interagem, resultando na possibilidade de troca”; que é “conjunto de institutos jurídicos que garante as trocas”; e que é “forma de governar as transações econômicas em uma estrutura de governança”.

Essa teoria defende que a proporção ideal entre dívida e capital próprio é aquela onde o valor presente dos benefícios fiscais gerados pelo endividamento é igual ao valor presente dos custos de dificuldades financeiras [*financial distress*]<sup>6</sup>.

De acordo com essa teoria, as empresas deveriam se endividar até o momento em que o valor presente dos custos decorrentes do endividamento fosse igual ao valor presente dos benefícios gerados pela dívida. Esse ponto (ou trecho) de inflexão – entre os trechos em que o aumento da alavancagem propiciaria ganho e perda crescentes – seria o ponto de equilíbrio para a estrutura ótima da empresa.

O problema é que as evidências empíricas não demonstram aplicação dessa teoria de maneira integral. Eid Jr. (1996), por exemplo, realizou pesquisa revelando que 90% das empresas pesquisadas não utilizam os preceitos do TOT; ou seja, que 90% dos gestores pesquisados não buscavam uma estrutura ótima de capital baseados na otimização dos benefícios fiscais da dívida. Aproximadamente 50% dos pesquisados afirmaram que a tomada de recursos é feita com base em oportunidades de mercado e cerca de 40% admitiram seguir uma hierarquia de recurso – mesmo que não seja a exatamente como prevista na POT.

De fato, assim como a base da POT é baseada em uma imperfeição do mercado (a assimetria de informação), o comportamento descrito pelos gestores brasileiros pode ser explicado por outras imperfeições – como os empréstimos subsidiados por órgãos públicos.

A teoria da hierarquia das fontes (POT), proposta por Myers e Majluf (1984), funda-se, justamente, na assimetria de informações<sup>7</sup> existente entre os investidores e os administrado-

---

<sup>6</sup> Este valor inclui os custos de falência e reorganização, bem como os custos de agência, decorrentes, por exemplo, do conflito de interesses entre acionistas e credores de dívida, em função do risco de insolvência da firma.

<sup>7</sup> Berk e DeMarzo (2008, p.531), para demonstrar como são amplas e significantes as implicações da assimetria de informações cita que, em 2001, George Akerlof,

res da empresa. Segundo essa teoria, se uma empresa anuncia a emissão de novas ações, os investidores podem inferir que, devido ao acesso a informações privilegiadas, os administradores querem se aproveitar de uma possível supervalorização nos preços de mercado das ações; e, conseqüentemente, o valor da empresa sofreria uma queda.

Para evitar os problemas consequentes da assimetria de informação (maximizando a riqueza do acionista), os administradores deveriam, então, tomar suas decisões de financiamento baseados em uma hierarquia: em primeiro lugar, utilizariam a geração de caixa da empresa (reinvestindo lucros) e, caso essa fonte não fosse suficiente para cobrir as necessidades de investimento, a companhia emitiria títulos de dívida, e, somente em último caso, apelaria para a emissão de ações.

Podem ser citados estudos mais recentes sobre a estrutura de capital: a) quanto à estrutura de capital dinâmica – como de Drobetz e Wanrenried (2006) e Mitushima (2009) – considerando que a alavancagem das empresas não é estática – variando ao longo do tempo, dentro de uma determinada faixa; b) quanto à adequação da estrutura de capital pelas condições de mercado<sup>8</sup> – como Baker e Wurgler (2002) e Welch (2004); c) quanto à teoria mais aplicável (TOT ou POT) nas empresas nacionais – como os de Eid Jr. (1996), de Santana e Turolla (2002) e de Nakamura, Martin e Kimura (2004); e, d) relacionando a estrutura de capital aos custos de agência<sup>9</sup>, enfatizando

---

Michael Spence e Joseph Stiglitz receberam conjuntamente o Prêmio Nobel de Economia por suas análises de mercados com informações assimétricas e seleção adversa.

<sup>8</sup> Mitushima (2009) ressalta, inclusive, que Baker e Wurgler (2002) verificaram que os administradores aproveitam as oportunidades de mercado para emitir ou recomprar ações, de maneira que a estrutura de capital é ajustada de acordo com o preço de mercado das ações da companhia; e que Welch (2004) propôs a Teoria da Inércia, ou seja, que as variações nos preços das ações provocam o aumento ou diminuição do nível de alavancagem, e as empresas demoram a reagir a essas alterações.

<sup>9</sup> As “sombras das folgas financeiras” são as possibilidades negativas de aplicação de valores que poderiam representar reduções de gastos por gestões – como no desperdício das super-remunerações no excesso de discricionariedade gerencial –

situações em que a alavancagem pode encorajar os gerentes e acionistas a agir de maneira que reduza o valor da empresa – como na “sombra das folgas financeiras” – conforme Berk e DeMarzo (2008, p.522).

O trabalho de Silveira, Perobelli e Barros (2008) estuda a influência das práticas de governança corporativa das empresas sobre sua estrutura de capital – com a ressalva de que adotam um índice de governança próprio, desenvolvido por Silveira (2005) e não os critérios objetivos dos mercados diferenciados.

## CUSTOS DE AGÊNCIA E O VALOR DA ALAVANCAGEM

Berk e DeMarzo (2008, p. 521) afirmam que os problemas de “subinvestimento” (quando decisões com valor presente líquido – VPL positivo são rejeitadas por restrições de capital) e de “superinvestimento” (quando projetos arriscados com VPL negativo são vantajosos para os acionistas, como nos casos de endividamento de tal ordem que sejam neutralizados os haveres dos sócios) exemplificam como a alavancagem pode encorajar os gerentes (às expensas dos acionistas) e os acionistas (em detrimento dos devedores) a agir de maneira que reduza o valor da empresa.

Berk e DeMarzo (2008) esclarecem que mesmo nos casos em que os acionistas se beneficiam à custa do sacrifício dos titulares das dívidas, são eles quem arca com os custos de agência – uma vez que o endividamento, após o ponto de inflexão, tem custo crescente reduzindo o valor dos ativos, correspondendo ao valor líquido negativo das decisões acima descri-

---

que poderiam ser limitadas por uma “disciplina de dívida”. Quanto ao relacionamento da Teoria da Agência e a estrutura de capital, deve-se ressaltar que há situações extremas – como a de empresas com alto grau de endividamento – que é vantajoso para os controladores assumir empreendimentos de alto risco com os ativos da empresa – e em certos casos até com VPL negativo – pois em caso de insucesso os credores seriam penalizados e não os acionistas.



tas.

E, por fim, Berk e De Marzo (2008) enumeram os benefícios que a alavancagem pode exercer sobre os custos de agência: a) o endividamento permite o financiamento sem modificar a estrutura de propriedade, mantendo o nível de concentração da propriedade (que seria diluída em emissão de ações); b) reduz investimentos esbanjadores (ao reduzir o fluxo de caixa livre evitando as “sombras das folgas financeiras”); e, c) evita o entrincheiramento da gerência (aumentando a chance de falência ou reestruturação em caso de ineficiência da gestão).

Silveira, Perobelli e Barros (2008) relembram a lição de Williamson (1996) de que um grau de alavancagem financeira elevado impõe aos gestores a disciplina da dívida. Ou seja, quando há dívidas além das eventuais limitações contratuais (*covenants*) a discricionariedade gerencial é reduzida pelo comprometimento do caixa para o pagamento da dívida.

Silveira, Perobelli e Barros (2008) demonstram que há estreita relação entre a discricionariedade gerencial e o potencial de exploração dos investidores externos. Desta maneira, a estrutura de capital pode funcionar como estrutura de governança relevante, reduzindo a discricionariedade gerencial e o potencial de exploração dos investidores. Neste sentido, considera-se que o grau de endividamento poderia ter um papel útil em conjunto a outros mecanismos de governança.

As empresas mais endividadas poderiam adotar melhores práticas de governança para aumentar sua capacidade de captação (espontaneamente ou por imposição de credores). Por outro lado, a disciplina da dívida reduziria na mesma proporção a necessidade de adoção de mecanismos adicionais de governança – dispensando seus custos. Haveria dessa forma, explicações teóricas para o aumento e a redução de adoção de práticas de governança em firmas com grau significativo de alavancagem financeira.

Usando a classificação de Rogers, Securato e Ribeiro

(2008), pode-se afirmar que as corporações se constituem por duas formas básicas de financiamento: a interna e a externa. No financiamento interno, os recursos usados são originários do próprio negócio; e, na externa captam através de emissão de ações (*equity*) e de dívidas (*debt*). Segundo Andrade e Rossetti (2007), em qualquer dos casos, o controle acionário tende a ser pulverizado culminando na separação da propriedade e da gestão com o surgimento dos problemas descritos por Berle e Means (1987).

No trabalho de Berle e Means (1987) a separação da propriedade e do controle é apontada como a questão central da teoria econômica das empresas – ao enunciar a divergência de interesse entre gestores e proprietários como possível corrupção do objetivo de maximização dos lucros (para o acionista).

De fato, o problema é citado desde 1776 na obra seminal da teoria econômica “*The Wealth of Nations*” de Adam Smith, onde são identificados “negligencia e esbanjamento” por parte dos administradores que resultariam quando aqueles que administram a empresa o fazem com o dinheiro dos outros e não com seu próprio.

## EVIDÊNCIAS DA RELAÇÃO ENTRE ESTRUTURA DE CAPITAL E GOVERNANÇA

Há mais de uma dezena de trabalhos empíricos relevantes – dentre artigos, dissertações e teses – estudando as empresas que aderiram aos mercados diferenciados na Bovespa em relação a seu desempenho e as consequências financeiras da adoção destas práticas de governança diferenciada.

A publicação de Lima e Terra (2004) abordou o “conservadorismo condicional” – investigando, por meio de estudo de eventos, se as divulgações das informações contidas nas demonstrações financeiras das empresas de capital aberto negociadas na Bovespa afetavam de maneira análoga às empresas

em geral e aquelas com sinalizadores de boas práticas de governança. Os resultados do trabalho referido indicaram que os investidores reagem de forma diferenciada a alguns sinalizadores de boas práticas de governança corporativa porém não constataram que a adesão a mercados diferenciados produziu diferenciação significativa por parte do mercado.

O artigo de Batistella, Corrar, Bergmann e Aguiar (2004) buscou analisar, por meio de estudo de eventos, se a adoção de diferenciadas práticas de governança corporativa implicaria em maior valorização da empresa. Nesse trabalho, pela análise dos retornos anormais positivos e negativos, não foi identificada maior valorização das companhias que adotaram práticas de governança diferenciadas.

Rogers, Ribeiro e Sousa (2005) avaliaram, por meio de estudo de carteiras, a performance do IGC – Índice de Governança Corporativa – com o desempenho de outras carteiras – Ibovespa, IBrX-100, IBrX-50, FGV-E e FGV-100 – segundo os indicadores risco, os retornos e a relação entre ambos, relacionando os retornos ajustados ao risco. A conclusão, limitada pela pouca evidência estatística, é que o IGC apresentou uma performance superior, corroborando a eficácia de melhores práticas de governança corporativa.

Lameira, Ness Jr. e Soares (2005) também se propuseram a verificar se a melhoria das práticas de governança corporativa promoveu mudanças no valor das empresas – mensurado pelo Q de Tobin. Ao contrário das pesquisas anteriores, foram obtidas, dessa forma, evidências estatísticas significativas sugerindo que a melhoria das práticas de governança havia impactado no valor das companhias abertas estudadas.

Lameira, Ness Jr. e Da Motta (2005) também tentaram verificar se a adoção das melhores práticas de governança promoveram impacto na percepção de risco da empresa pelo mercado. O resultado foi que existem evidências de que algumas das “melhores regras” de governança impactaram na per-

cepção do mercado sobre o risco de empresas determinadas; porém, como nos estudos iniciais, não foi encontrada causalidade entre essa percepção e o ingresso nos mercados diferenciados da Bovespa.

Caselani e Eid Jr. (2005) testaram se as ações das companhias mais alavancadas apresentam mais volatilidade. A hipótese testada foi corroborada pelos dados usados, ressaltando-se que para as companhias que aderiram as práticas exigidas pelos mercados diferenciados houve redução na volatilidade de seus papéis.

Pedreira e Santos (2006) estudaram o comportamento dos preços das ações de três grandes bancos depois de sua inclusão no IGC. Os resultados obtidos não apoiaram a hipótese de valorização das ações influenciada pela adesão aos mercados diferenciados.

Macedo, Mello e Tavares Filho (2006) investigaram se existem variações significativas no risco das ações das companhias que aderiram ao nível I de governança corporativa da Bovespa, sob a perspectiva do investidor. A conclusão foi de que os resultados obtidos não indicam evidências significantes que a adesão ao GC-I alterou a percepção de risco das empresas pelos investidores.

Costa e Camargos (2006) analisaram os retornos anormais nos períodos próximos a adesão aos níveis diferenciados de 10 empresas entre 2001 e 2003. Os autores concluíram que a adesão das empresas analisadas não proporcionou retornos anormais – não havendo criação de valor para os acionistas no ingresso. Também Macedo e Siqueira (2006) analisaram se as empresas que optaram pelos mercados diferenciados apresentaram valorização superior ou alguma redução de risco em relação a fatores de mercado. O trabalho conclui que boas práticas de governança podem trazer vantagem de retorno, mas não evidenciaram reflexos relevantes na redução do risco.

Camargos e Barbosa (2006) buscaram identificar, atra-

vés de um estudo de eventos na migração para os mercados diferenciados, se ocorreram mudanças significativas no retorno acionário normal e na liquidez indicadas pelas variáveis: quantidade de negociações, quantidade de títulos e volume financeiro nos períodos próximos a adesão aos níveis diferenciados. O trabalho indica que a adesão aos mercados diferenciados não resultou na criação de valor para os acionistas (no período analisado), porém foi acompanhada do aumento na liquidez dos títulos, principalmente no longo prazo – e que a adesão ao nível II apresentou maior impacto sobre a liquidez que a adesão ao nível I.

Coelho e Lima (2007) testaram a premissa de que haveria redução de risco e aumento de retorno aos investidores com o ingresso de empresas nos mercados diferenciados medindo o conservadorismo condicional – identificado pela antecipação assimétrica de perdas econômicas, antecipando o registro de perdas e diferindo a apropriação de ganho – dos resultados divulgados nas respectivas demonstrações contábeis. Os resultados da pesquisa não foram conclusivos em determinar diferenciação de conservadorismo condicional dos lucros reportados entre empresas dos diferentes mercados.

Rogers, Securato e Ribeiro (2008) compararam o custo de capital e o retorno do investimento de empresas com práticas de governança inferiores e superiores usando a metodologia de Fama e French (1999) adaptada para o mercado brasileiro entre janeiro de 2003 e dezembro de 2005. Os resultados dessa pesquisa indicaram que empresas adotantes de práticas de governança corporativa superiores possuem o custo de capital 34,22% menor; e, que o retorno do investimento em empresas com práticas de governança inferiores é 23% maior.

Silveira, Perobelli e Barros (2008) também investigaram evidências empíricas da influência das práticas de governança sobre sua estrutura de capital usando a escala de governança e os determinantes de estrutura doutrinários já citados

nos trabalhos de Silveira (2005 e 2006) testando a causalidade bidirecional entre os construtos e a validade de determinantes pelos métodos TOBIT, Mínimos Quadrados Ordinários e Mínimos Quadrados de Três Estágios.

Silveira, Perobelli e Barros (2008) utilizaram uma amostra de 154 empresas não financeiras negociadas na Bovespa. Os resultados revelaram significativa influência, com sentido positivo, das práticas de governança sobre alavancagem financeira, principalmente nos requisitos “estrutura de propriedade” e “formação do conselho de administração”, sugerindo que a governança pode ser determinante da estrutura de capital; porém, que os resultados não foram conclusivos.

A pesquisa de Wakamatsu [et. all.] (2009) também buscou evidências empíricas entre governança corporativa e financiamento empresarial; utilizando-se de dados entre janeiro de 2005 e dezembro de 2007 de 42 empresas negociadas na Bovespa e adotando como variável indicadora da governança a adesão aos níveis diferenciados. Os resultados indicaram que a adoção de padrões de governança contribui para condições mais favoráveis de obtenção de crédito junto a terceiros.

## METODOLOGIA – AMOSTRAS E VARIÁVEIS:

Nas análises a seguir – seja na baseada nos fatos relevantes ou nos dados contábeis – as amostras de controle e estudo são conjuntos de empresas escolhidas por pares. Em princípio, foram selecionadas para a amostra de estudo as empresas que migraram para o NM entre 2004 até 2010 (excluindo-se empresas financeiras) e para a amostra de controle foram incluídos seus respectivos pares, companhias com atividade e setor semelhantes que não migraram – dessa maneira foi possível utilizar o estimador da diferença-em-diferença (DD).

Os dados colhidos referiam-se a informações anuais do ano da migração, três anos anteriores e um subsequente – abar-

cando um lapso antes, durante e depois da migração – desde quando foram iniciados os mercados diferenciados na Bovespa. Havendo várias empresas com dados distribuídos ao longo de cinco anos tratou-se de dados em painel.

Em 20 de fevereiro de 2011, segundo dados do site oficial da Bovespa (2011), havia uma empresa listada no “Bovespa Mais” (BM), 116 empresas listadas no “Novo Mercado” (NM); 18 empresas listadas no “Governança Corporativa Nível 2” (GC-II); 38 empresas listadas no “Governança Corporativa Nível 1” (GC-I); 249 empresas listadas no mercado de pregão tradicional (MPT); 9 BDR's patrocinadas; e, 36 empresas listadas no mercado de balcão.

Foram utilizadas 16 empresas na amostra de estudo (que migraram para o Novo Mercado) e 15 na amostra de controle (que não migraram para o Novo Mercado no período analisado) – totalizando 31 empresas – considerados os períodos e pareamentos (*matching*) disciplinados pelos segmentos de atividade como demonstrados no Apêndice A – “Lista de Empresas”. Para efeito de comparação, o trabalho de Wakamatsuet al. (2009) considerou empresas em todos os mercados diferenciados nos anos de 2005 a 2007 e enumerou 42 companhias.

Desta forma, foram comparadas empresas que migraram para o Novo Mercado com pares dos mesmos segmentos de atividade que não migraram – buscando identificar a influência da migração nas políticas de financiamento e investimento identificadas nos fatos relevantes.

A coleta de dados foi baseada em uma fonte fundamental: os dados sobre os fatos relevantes, sobre os setores e segmentos em que as empresas atuavam e sobre seus dados contábeis foram obtidos no sítio eletrônico da Bovespa (embora os dados contábeis para o controle do porte tenham sido confirmados pelo sítio eletrônico da *Economática*).

Os dados primários da pesquisa consistiram em: a) definir em que mercado cada uma das empresas estudadas estava

classificada a cada ano (nos cinco anos estudados); b) levantar que fatos relevantes divulgaram em cada ano desse período; e, c) definir que influencia esses fatos teriam no aumento ou diminuição de capital próprio ou de terceiros da empresa – por exemplo se emitia ou recolhia títulos mobiliários.

Levantando então os referidos dados, foi necessário transformar os fatos relevantes emitidos por essas empresas em cada um desses anos em um dado quantitativo. A princípio não se considerou o valor referido nas políticas – mas, apenas, a natureza e potencialidade delas.

Após a compilação, classificação e análise dos fatos relevantes, relacionando os mercados adotados e as estratégias quanto à estrutura de capital, foi possível afirmar que há padrões de correlação entre os fatores. Aumentando a governança, aumentava-se a frequência da divulgação dos fatos relevantes (mesmo considerando apenas aqueles relativos a estratégias de capital).

## TRATAMENTO ESTATÍSTICO DOS DADOS

A pesquisa proposta utilizou análise de regressões para estudar se políticas de governança identificadas com a adesão ao Novo Mercado são determinantes na adoção de estratégias de modificação da estrutura de capital.

Para Gujarati (2000) a regressão é a ferramenta fundamental da Econometria vez que sua análise verifica a dependência de uma variável (dependente) em relação a uma ou mais variáveis (explicativas), com o objetivo de estimar (prever em termos estatísticos) o valor esperado da dependente – dados valores conhecidos das variáveis explicativas.

Foram executados modelos usando técnicas de estimação em painel – tanto com efeito fixo quanto com painel agregado (*pooled*) – sobre os dados obtidos nos dados relevantes. Inicialmente, pesquisando apenas sua ocorrência e frequência



(sem considerar sua natureza). Verificando se as políticas expressas nos fatos relevantes encontravam evidências semelhantes nos dados obtidos na Econometria. Em todos os procedimentos, foi usado o programa “R” – software aberto amplamente usando na Econometria.

As variáveis de controle de porte e setor são justificadas pelas particularidades das empresas nestes grupos; porém, nesse caso, a variável de controle “ano” tem especial justificativa nesta pesquisa, uma vez que os ingressos das empresas no Novo Mercado ocorriam em diferentes anos – gerando janelas temporais distintas para cada grupo de empresas.

A análise dos fatos relevantes consiste em abordagem inovadora viabilizada pela aplicação da análise de conteúdo e pelo uso do estimador de diferença-em-diferença. Uma segunda motivação para a busca de fontes alternativas aos dados contábeis é a crise de credibilidade dos sistemas de contabilidade anunciada por Souza e Scarpin (2006).

Segundo Souza e Scarpin (2006, p.01) devido a utilização da “contabilidade criativa”<sup>10</sup> com a divulgação de números totalmente irreais ao mercado: “a contabilidade foi colocada em cheque” e as inovações normativas e contratuais em busca de elevação dos padrões de governança buscariam restabelecer a confiança dos usuários da contabilidade. De fato, é público e notório que muitas fraudes (tanto no Brasil quanto no exterior) são atribuídas a práticas contábeis questionáveis.

Kraemer (2004, p.02) afirma que: “o fenômeno da contabilidade criativa tem sido o resultado da flexibilidade de certas normas contábeis, a qual facilita a manipulação, o engano e a tergiversação da informação” e que “essa maquiagem genera-

---

<sup>10</sup> Souza e Scarpin (2006, p.03) descrevem a definição de Lang (1998) de que: “o termo contabilidade criativa foi introduzido na literatura contábil para descrever o processo mediante o qual se utilizam os conhecimentos das normas contábeis para manipular as cifras das demonstrações contábeis, sendo na verdade um eufemismo utilizado para evitar fazer referência a estas práticas pelos seus verdadeiros nomes: artifícios contábeis, manipulações contábeis ou fraudes contábeis”.

lizada causou desconfiança”. Kraemer (2004, p.04) também afirma que “os mercados têm perdido a confiança nos princípios de contabilidade geralmente aceitos” demonstrando a afirmação em casos como da Enron e WorldCom.

Utilizou-se, na análise dos fatos relevantes, um estimador usado nas Finanças (NERY, 2010): a “diferença em diferença” – buscando pares com características semelhantes para cada companhia escolhida que tenha ingressado no Novo Mercado. Dessa forma as companhias semelhantes serão usadas como “amostra de controle”. Assim, aplicando-se a metodologia referida, a “diferença entre a diferença” encontrada nos dois períodos, em cada um dos grupos é expressa pela fórmula:  $d3 = (y_{2,b} - y_{1,b}) - (y_{2,a} - y_{1,a})$  (NERY, 2010).

Na obra sobre microeconometria de Durlauf e Blume (2010, p.36) os estimadores de diferença da diferença (DD) são descritos como amplamente usados na avaliação de políticas em âmbito econômico – e, em especial, quando não há abundância de dados experimentais. Nela afirma-se, por fim, que a aplicação dos estimadores DD é a compreensão dos efeitos médios de um tratamento (no caso desta pesquisa os efeitos médios da migração para o Novo Mercado).

Triverdi e Cameron (2005, p.55) também definem o referido estimador como um método de regressão simples baseado na comparação dos resultados de um grupo antes e depois da execução de uma política.

Lee (2005) – em uma obra específica sobre microeconomia aplicada a tratamento de efeitos e implementação de políticas – dedica-se a explicar o DD de maneira mais detalhada – dando inclusive exemplos empíricos.

## RESULTADOS

Para cada empresa na amostra estudada (companhias que tenham migrado para o Novo Mercado no período) um par

da mesma atividade, do mesmo setor e com dados da mesma época foi eleita para a amostra de controle (sociedade que não tenha migrado para o Novo Mercado). As variáveis utilizadas no modelo são mostradas no Quadro 1:

#### VARIÁVEIS DE ANO

d2001	Indica se o ano da observação é 2001
d2002	Indica se o ano da observação é 2002
d2003	Indica se o ano da observação é 2003
d2004	Indica se o ano da observação é 2004
d2005	Indica se o ano da observação é 2005
d2006	Indica se o ano da observação é 2006
d2007	Indica se o ano da observação é 2007
d2008	Indica se o ano da observação é 2008
d2009	Indica se o ano da observação é 2009
d2010	Indica se o ano da observação é 2010
d2011	Indica se o ano da observação é 2011

#### VARIÁVEIS DE SETOR

Bi	Setor da observação é Bens Industriais
Ct	Setor da observação é Construção e Transporte
Cc	Setor da observação é Consumo Cíclico
Cnc	Setor da observação é Consumo não-Cíclico
Fo	Setor da observação é Financeiro e Outros
Mb	Setor da observação é Materiais Básicos
Up	Setor da observação é Utilidade Pública

#### OUTRAS VARIÁVEIS

$dd_{it}^{2004}$	Variável Diff-Diff
$fr_{it}$	Fatos Relevantes
Porte	Porte da empresa

Quadro 1: Variáveis adotadas no primeiro modelo estático

Fonte: Elaborado pelo autor

A variável “dd” pode ser considerada a mais importante

desta parte, pois tentará captar o efeito de mudança da governança na divulgação de fatos relevantes. Todas as variáveis de ano e de setor são *dummies* (categóricas), a função dessas variáveis de ano é eliminar impactos específicos da época das observações: por exemplo, a crise de 2008 pode ter influência na quantidade de fatos relevantes daquele ano e este impacto deve ser expurgado ao se tentar calcular “*dd*”.

As variáveis de setor tentam eliminar, com relação à estimação de “*dd*”, impactos como o fato de um setor divulgar mais fatos relevantes que outros. De maneira análoga, a variável “*porte*” busca eliminar a possibilidade de empresas maiores divulgarem mais (ou menos) fatos relevantes que pequenas. A variável “*porte*” foi definida como o logaritmo natural da Receita Líquida Operacional de junho de 2011 – nota-se que ela não varia com o tempo, mas o importante é ter alguma medida de diferencial de porte entre as empresas.

## PRIMEIRO MODELO BASEADO NOS FATOS RELEVANTES

O objetivo deste modelo é tentar estimar se o ingresso de empresas no Novo Mercado tem algum impacto nas frequências da divulgação de fatos relevantes, com relação a empresas que não o fizeram. Foi planejada uma análise *didiferença da diferença* (DD) a fim de estimar este impacto utilizando dados em painel de empresas que ingressaram no Novo Mercado com dados de três anos antes do ingresso, o ano do evento e um ano subsequente.

Primeiramente, foi rodado um modelo de painel com Efeitos Fixos – ou seja, com efeitos específicos de cada empresa listada – estimando a seguinte equação:

$$fr_{it} = dd_{it} + a_i + d2002 + d2003 + d2004 + d2005 + d2006 + d2007 + d2008 + d2009 + d2010 + d2011 + \epsilon_{it}$$

Essa equação considera “*a<sub>i</sub>*” como efeito fixo, que foi

omitido da tabela apresentada abaixo; e, “ $\epsilon_{it}$ ” como o termo de erro. Os resultados obtidos são demonstrados no Quadro 2:

Primeiro Modelo: Efeito Fixo

Variável Dependente:  $fr_{it}$  (como descrita na p.68)

Variável	Estimativa	Desv. Pad	t-valor	Pr(> t )
dd	1,30101	0,73677	1,76583	0,08012
d2002	2,28588	2,10704	1,08488	0,28029
d2003	4,05307	2,06179	1,96580	0,05177
d2004	4,64095	2,04921	2,26475	0,02543
d2005	4,71909	2,06309	2,28739	0,02403
d2006	6,07254	2,11584	2,87004	0,00490
d2007	7,75604	2,18528	3,54922	0,00056
d2008	5,55478	2,25412	2,46428	0,01523
d2009	7,81191	2,36100	3,30873	0,00126
d2010	5,89041	2,74842	2,14320	0,03424
d2011	5,39041	2,74842	1,96128	0,05231

Sig. dos códigos: "\*\*\*\*" 0.001; "\*\*\*" 0.01; "\*\*" 0.05; "." 0,1

R2= 0,32418

Quadro 2: Resultados do primeiro modelo considerando efeito fixo

Fonte: Elaborado pelo autor

Nota-se que todas as variáveis de ano estão em relação ao ano de 2001 (que teve que ser omitida para ser possível fazer a estimação). Isso quer dizer que a estimativa de “d2008” significa que o ano de 2008, em média, houve 5,55478 fatos relevantes a mais que o ano de 2001. E nota-se que as variações de anos são vistas a partir da comparação dos coeficientes. Por exemplo, o ano de 2008 teve, em média,  $-2,20126 = (5,55478 - 7,75604)$  a menos que 2007.

Assim, verifica-se que, de fato, o ano da crise teve impacto (significativo a 5%) nos fatos relevantes – entretanto, o

principal, como citado anteriormente, é o “dd”. Percebe-se que, a um nível de 10% de significância, o coeficiente desta variável é estatisticamente diferente de zero. Portanto, pode-se observar que o fato de empresas ingressarem no Novo Mercado leva a elas emitirem, em média, 1,30101 fatos relevantes a mais, por ano (considerando apenas o ano da mudança da governança e o seguinte), que empresas que não fazem parte do nível do governança estudado (para empresas do mesmo setor e em um determinado ano).

Este é um primeiro indício de que o comportamento das empresas é alterado. Contudo ela ainda não é o efeito *diff-diff*. Apesar de haver controle para tendências no tempo, ao colocar as variáveis *dummy* de ano, ainda não há controle para o comportamento de empresas que já integravam o Novo Mercado.

Incluindo as variáveis pertinentes para captar esse efeito, “dd” estará capturando comportamento, já controlado pelo tempo, de emissão de fatos relevantes por empresas entrando o Novo Mercado, além do que foi feito, em média, pelas empresas que já tinham governança. Diversas regressões são executadas a seguir para tentar estimar este efeito.

Primeiramente, nota-se que empresas mudam a governança apenas nos anos de 2004 a 2010. Então foi considerado um estimador “dd” para cada um desses anos, separadamente. Explica-se a seguir a metodologia para o ano de 2004 – as fórmulas aplicadas aos anos seguintes são análogas. Pode-se obter; então, o seguinte modelo de painel com efeitos fixos:

$$fr_{it} = dd_{it}^{2004} + \alpha_i + nm_i * d2004 + nm_i * d2005 + d2002 + d2003 + d2004 + d2005 + d2006 + d2007 + d2008 + d2009 + d2010 + d2011 + \epsilon_{it}$$

A formulação acima consiste na estimação feita anteriormente, exceto pelas variáveis “*nm<sub>i</sub> \* d2004*” e “*nm<sub>i</sub> \* d2005*” que captam o comportamento (no tocante a emissão de fatos relevantes) de empresas que já eram do Novo Mercado nos anos em que é estudada a alteração de comportamento das empresas que mudaram de governança em 2004

(que são 2004 e 2005). Com isso, “ $dd_{it}^{2004}$ ” será o estimador diff-diff, conforme argumentado acima.

É necessário diferenciar as empresas que migraram em um ano e aquelas que já pertenciam ao Novo Mercado neste período. Por isso, ressalva-se que este estimador refere-se ao diff-diff apenas para as empresas que mudaram de governança no ano de 2004; até este momento, nada em relação às demais que já pertenciam ao Novo Mercado pode ser inferido.

Foram, então, executados estes procedimentos para cada ano de 2004 a 2010 e colocados a seguir apenas os valores e o p-valor dos coeficientes diff-diff segundo o quadro 03:

Variável	Estimativa	Pr(> t )
$dd_{it}^{2004}$	1,03873	0,17905
$dd_{it}^{2005}$	1,31294	0,08153 .
$dd_{it}^{2006}$	1,19508	0,11309
$dd_{it}^{2007}$	1,12716	0,15306
$dd_{it}^{2008}$	1,08343	0,16417
$dd_{it}^{2009}$	1,34757	0,07750 .
$dd_{it}^{2010}$	1,90393	0,01436 *

Sig. dos códigos: 0 "\*\*\*\*" 0.001 "\*\*\*" 0.01 "\*" 0.05 "." 0.1

Quadro 3: P –valor para os coeficientes DD para cada ano.

Fonte: Elaborado pelo autor

Com esses resultados, a partir dos dados disponíveis, pode-se concluir que houve mudança de comportamento (em termos estatísticos) quanto à emissão de fatos relevantes apenas das empresas que ingressaram no Novo Mercado nos anos de 2005 e 2009, a um nível de 10% de significância, e 2010 a um nível de 5%.

Um segundo modelo estimado foi de Painel Pooled (agregado), no qual serão incluídas variáveis de setor. Isso é o mesmo que considerar o efeito fixo (ou efeito específico) de empresas do mesmo setor como sendo o mesmo. A equação base estimada foi:

$$fr_{it} = dd_{it} + porte_i + d2002 + d2003 + d2004 + d2005 + d2006 + d2007 + d2008 + d2009 + d2010 + d2011 + bi + ct + cc + fo + mb + up + \epsilon_{it}$$

Os resultados são demonstrados no quadro 04:

Primeiro Modelo: Modelo agregado (*pooled*)

Variável Dependente:  $fr_{it}$   
(como descrita na p.71)

Variável	Estimativa	DesvPad	t-valor	Pr(> t )
(Intercepto)	-7,92042	3,14123	-2,52140	0,01284
dd	1,72928	0,61688	2,80330	0,00580
porte	0,35373	0,15692	2,25420	0,02578
d2002	1,14998	2,17100	0,52970	0,59718
d2003	2,83029	2,10272	1,34600	0,18054
d2004	3,26641	2,06471	1,58200	0,11597
d2005	3,40178	2,04862	1,66050	0,09911
d2006	4,61558	2,06586	2,23420	0,02710
d2007	6,44584	2,10179	3,06680	0,00261
d2008	4,25891	2,13197	1,99760	0,04775
d2009	6,90474	2,20424	3,13250	0,00212
d2010	5,08388	2,54168	2,00020	0,04747
d2011	4,58388	2,54168	1,80350	0,07353
bi	-0,04955	1,00174	0,04950	0,96062
ct	0,43419	1,01471	0,42790	0,66941
cc	0,71432	1,12152	0,63690	0,52525
fo	2,07896	1,39701	1,48810	0,13903
mb	1,55058	1,35305	1,14600	0,25381
up	2,41228	1,02629	2,35050	0,02019

Sig. dos códigos: "\*\*\*\*" 0.001; "\*\*\*" 0.01; "\*\*" 0.05; "." 0,1

R2= 0,3924

Quadro 4: Resultados do primeiro modelo (agregado)

Fonte: Elaborado pelo autor

A interpretação das variáveis de ano é a mesma que a



do modelo anterior (e seguem em relação ao ano de 2001). As variáveis de setor estão em relação ao setor de consumo não cíclico (cnc), ou seja, o setor de utilidade pública (up) emite, em média, 2,41228 fatos relevantes a mais que o setor de “cnc”. Além disso, a diferença média de emissão entre os setores de bens industriais (bi) e consumo cíclico (cc) seria - 0,76386 (-0,04955 - 0,71432). Isso quer dizer que o setor de bens industriais emite, em média, -0,76386 a menos que o setor de consumo cíclico. Contudo nota-se que a única variável de setor que é significativa é a de utilidade pública.

Voltando ao objetivo da pesquisa, nota-se que a variável “dd” é bastante significativa até a 1% – ela quer dizer que o fato de empresas ingressarem no Novo Mercado leva as mesmas a emitir, em média, 1,72928 fatos relevantes a mais, por ano (considerando apenas o ano da mudança da governança e o seguinte), que empresas que não fazem parte de nenhum nível de governança (para empresas do mesmo setor e em um determinado ano).

Contudo, novamente, ainda não houve controle para o comportamento das empresas que já faziam parte do Novo Mercado – de tal forma a fazer “dd” ser o estimador diff-diff. Utilizando uma metodologia análoga à feita no modelo acima, apresentam-se os seguintes resultados:

Variável	Estimativa	Pr(> t )
$dd_{it}^{2004}$	1,71627	0,00680 **
$dd_{it}^{2005}$	1,70855	0,00880 **
$dd_{it}^{2006}$	1,45578	0,02911 *
$dd_{it}^{2007}$	1,19314	0,08344 .
$dd_{it}^{2008}$	1,22381	0,06629 .
$dd_{it}^{2009}$	1,39563	0,02959 *
$dd_{it}^{2010}$	1,61859	0,01358 *

Sig. dos códigos: "\*\*\*\*" 0.001 "\*\*\*" 0.01 "\*" 0.05 "." 0.1

Quadro 5: DD para cada ano considerando .

Fonte: Elaborado pelo autor

Desta maneira, pode-se concluir, sem dúvidas, que o ingresso no Novo Mercado é determinante na divulgação, pelas empresas, num dado ano e setor, mais fatos relevantes que empresas no mesmo setor num determinado período.

## SÍNTESE, CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

O objetivo principal da pesquisa foi avaliar se havia mudança na forma de financiamento das empresas após a migração para o Novo Mercado. Com isso, buscou-se identificar padrões nas estratégias empresariais – se as companhias que migravam para o Novo Mercado mudavam a frequência e dos fatos relevantes relativos às suas políticas financeiras.

Primeiramente, o trabalho apresentou uma fundamentação teórica sobre estrutura de capital e governança corporativa indicando, inclusive, os argumentos teóricos sobre a casualidade de mão dupla – como a governança poderia interferir na estrutura de capital ótima e como o endividamento poderia ter função disciplinadora funcionando como instrumento de governança.

Também foram analisados os métodos de julgamento sobre a conveniência da implantação de mecanismos de governança existentes na literatura: desde as abordagens quantitativas em sistemas de *tradeoff* (balanceamento) considerando custos e benefícios até propostas estratégicas do uso da governança baseadas em valores qualitativos.

Nos procedimentos da pesquisa, buscando verificar as previsões teóricas na gestão das companhias brasileiras, foram aplicadas análises em um conjunto de empresas que migraram para o mais alto nível de certificação de governança da Bovespa (Novo Mercado) em comparação às pares com mesma atividade e setor, porém sem esta certificação.

Considerado os resultados consequentes pode-se afirmar de maneira consistente – graças ao uso da análise de con-

teúdo e com auxílio do estimador *dd* – que as empresas que migram para o Novo Mercado passam a divulgar, em média, mais fatos relevantes (indicando maior atividade nas estratégias corporativas).

As sucessivas crises de governança – a corporativa de 2008 e a pública em 2011 – podem explicar a redução na capacidade de captação da bolsa brasileira e a demora na esperada reforma dos mercados diferenciados. Caso não haja efetivamente mudança nas regras do Novo Mercado nos próximos anos, outras pesquisas poderão refazer os procedimentos executados com amostras mais amplas, podendo obter, desta maneira, resultados mais significativos.

Ressalva-se que, após o período pesquisado, poucas migrações foram registradas; e, que nesse cenário, estudos de casos podem ser mais indicados. Em 2011, há exemplo de empresa (TIM Participações S/A: TIMP3) que se reestruturou migrando para o Novo Mercado e, ato contínuo, fez uma bem sucedida emissão de ações e ADR's obtendo valorização de suas ações acima da média do setor e do mercado no período posterior a divulgação das políticas – o que serve como mais um indicativo no mesmo sentido dos resultados obtidos. No sentido inverso, em 2012, houve empresa (Parapanema S/A: PMAM3) que migrou para o Novo Mercado – porém sem emitir novas ações nem lançar ADR's – apresentando no período posterior à divulgação e execução das políticas retornos médios inferiores ao do setor e do mercado.

Também é digna de nota a ameaça dos controladores de retirar empresa (Redecard S/A: RDCD3) do Novo Mercado para viabilizar fechamento de capital – até porque, neste caso, além de ser ilustrada estratégia de tentativa de lesão dos minoritários também foi demonstrada a eficácia do Regulamento do Novo Mercado para evitar essa iniciativa.



## REFERÊNCIAS

- ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. *Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2007.
- BAKER, M.; WURGLER, J. Market timing and capital structure. *Journal of Finance*, v. 57, n. 1, p. 01-32, 2002.
- BATISTELLA, F. D.; CORRAR, L. J.; BERGMANN, D. R.; AGUIAR, A. B. Retornos de ações e governança corporativa: um estudo de eventos. In: *Anais do Congresso de Controladoria e Contabilidade*, n.4, 2004, São Paulo. São Paulo: FEA-USP, 2004.
- BERLE JR, Adolf; MEANS, Gardiner C. 1932. *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada* [Tradução Dinah de Abreu Azevedo]. 2. ed. São Paulo: Nova Cultural, 1987.
- BERK, Jonathan; DEMARZO, Peter. *Finanças empresariais*. [tradução: Christiane de Brito Andrei] Porto Alegre: Bookman, 2009.
- BOVESPA. *Regulamento de práticas diferenciadas de governança corporativa: novo mercado*. Disponível em [www.bmfbovespa.com.br](http://www.bmfbovespa.com.br). Acesso em 30 jan. 2011.
- CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Evidência empírica do impacto da adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa sobre o comportamento das ações na Bovespa. In: *ANAIS DO ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO*, 30, 2006, Sal-

- vador. Rio de Janeiro: ANPAD, 2006.
- CASELANI, C. N.; EID JR., W. A influência dos determinantes microeconômicos e macroeconômicos sobre a volatilidade da ações negociadas no Brasil. In: *Anais do Encontro Brasileiro de Finanças 2005*. São Paulo: Sociedade Brasileira de Finanças, 2005.
- COELHO, Antonio Carlos Dias; LIMA, I. S. Segmentos de Governança da BOVESPA: Diferenças nos graus de Conservadorismo Condicional na Divulgação de Resultados Contábeis. In: *7º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 2007*, São Paulo. 7º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 2007.
- COSTA, A. R.; CAMARGOS, M. A. Análise empírica da adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa sobre o retorno dos acionistas. In: *REGGE, Revista de Gestão USP*, São Paulo: FEA-USP, v. 13, n. 1, 1 trim. 2006
- DROBETZ, W.; WANZENRIED, G. What determines the speed of adjustment to the target capital structure? *Working paper*, Volkswirtschaftliches Institut, Universität Bern, 2004.
- DURLAUF, Steven N. BLUME, Laurence E. *Microeconomics*. New York: Palgrave-Macmillan, 2010.
- EID Jr., W. Custo e estrutura de capital: o comportamento das empresas brasileiras. *Revista de Administração de Empresas*, São Paulo, v. 36, n. 4, p. 51-63, 1996.
- FAMA, E. F. FRENCH, K.R. The corporate cost of capital and the return on corporate investment. *Journal of Finance*, n.54, p. 1939-1967, 1999.
- FARINA, E. Direito & Economia: *Análise Econômica do Direito e das Organizações*. [Prefácio de Elisabeth Farina] Org. Delcio Zylbersztajn e Raquel Sztajn. Editora Campus: São Paulo, 2005.
- GUJARATI, Damodar N. *Econometria Básica*. 3. ed. Makron

Books: São Paulo, 2000.

- KRAEMER, Maria Elisabeth Pereira. Contabilidade Criativa Maquiando as Demonstrações Contábeis. In: *Anais da 52a Convenção dos Contabilistas do Estado do Rio de Janeiro*. Rio de Janeiro: CRC-RJ, 2004.
- LAMEIRA, V. J.; NESS JR., W. L.; DA MOTTA, L. F. J. Governança corporativa: existem evidências empíricas de impactos no [beta] e D- [beta]. In: *Anais do Encontro Brasileiro de Finanças 2005*. São Paulo: Sociedade Brasileira de Finanças, 2005.
- LAMEIRA, V. J.; NESS JR., W. L.; SOARES, T. D. Governança corporativa: impactos no valor das companhias abertas brasileiras. In: *Anais do Encontro Brasileiro de Finanças 2005*. São Paulo: Sociedade Brasileira de Finanças, 2005.
- LARKER, David F. *Corporate governance matters: a closer look at organizational choices and their consequences*. New Jersey: Pearson Education, 2011.
- LEE, Myoung-Jae. *Micro-econometrics for policy, program and treatment effects*. New York: Oxford University Press, 2005.
- LIMA, J. B. N.; TERRA, P. R. S. Governança corporativa e a reação do mercado de capitais às informações financeiras. In: *Anais do Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração*, n. 28., 2004, Curitiba. Rio de Janeiro: ANPAD, 2004.
- MACEDO, F. Q.; MELLO, G. R.; TAVARES FILHO, F. Adeção ao Nível 1 de Governança Corporativa da Bovespa e a percepção de risco e retorno das ações pelo mercado. In: *Anais do Congresso de Controladoria e Contabilidade 2006*, São Paulo: São Paulo: FEA-USP, 2006.
- MACEDO, M. A. S.; SIQUEIRA, B. S. Estudo da governança corporativa no Brasil através de uma análise comparativa do IGC e do IBOVESPA no período de 2002 a 2005.

- In: *Anais do Congresso de Controladoria e Contabilidade 2006*, São Paulo. São Paulo: FEA-USP, 2006
- MILLER, M.; MODIGLIANI, F. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.
- \_\_\_\_\_.; \_\_\_\_\_. Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *American Economic Review*, v. 53, n. 3, p. 433-443, jun. 1963.
- MYERS, S. C. The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, v. 39, n. 3, p. 575-592, 1984.
- MITUSHIMA, Alexandre H. *Determinantes de estrutura de capital e da velocidade de ajuste em empresas brasileiras*. [Dissertação de Mestrado] São Paulo: Mackenzie, 2009.
- MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, v. 13, n. 2, p. 187-221, 1984.
- MITUSHIMA, Alexandre Hiroshi. *Determinantes da estrutura de capital e da velocidade de ajuste em empresas brasileiras*. [Dissertação de Mestrado] São Paulo: Mackenzie, 2009.
- MYERS, S.C. Capital Structure. *Journal of Economic Perspectives*, v. 15, n. 2, p. 81-102, 2001.
- NAKAMURA, W. T. ; MARTIN, Diógenes Manuel Leiva ; KIMURA, Herbert. Indicadores contábeis como determinantes do endividamento das empresas brasileiras. In: *XXVIII EnANPAD- Encontro Nacional Associação de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração*, 2004, Curitiba, PR. Resumos Enanpad 2004, 2004. v. 1. p. 1-10.
- NAKAMURA, W. T. ; MARTIN, D. M. L. ; FORTE, D. ; CARVALHO FILHO, A. F. ; ]COSTA, A. C. F. ; AMARAL, A. C. . Determinantes de Estrutura de Capi-

- tal no Mercado Brasileiro: Análise de Regressão com Paineis de Dados no Período 1999-2003. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 18, p. 72-85, 2007.
- NERY, Marcelo Cortes. *A educação profissional e você no mercado de trabalho*. Rio de Janeiro: FGV/CPS, 2010.
- PEDREIRA, E. B.; SANTOS, J. O. Análise da relação entre o Índice de Governança Corporativa, preço das ações e desempenho dos três principais bancos privados brasileiros. In: *Anais do Congresso de Controladoria e Contabilidade 2006*, São Paulo. São Paulo: FEA-USP, 2006.
- ROGERS, Pablo; SECURATO, José Roberto; RIBEIRO, Kárem Cristina de Sousa. Governança corporativa, custo de capital e retorno do investimento no Brasil. In: *Revista de Gestão USP – REGE* jan. 2008.
- SANTANA, J. R.; TUROLLA, F. Escolha de estrutura de capital: aplicação ao caso do setor petroquímico brasileiro no período 1991-2000. In: *XXVI – ENCONTRO DA ANPAD*, Salvador / BA, 2002, FIN-1317
- SCARPIN, Jorge Eduardo ; SOUZA, José Carlos de. Fraudes Contábeis: as respostas da contabilidade nos Estados Unidos e na Europa. In: SEGET. *Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia*, 2006, Rezende - RJ. SEGET. *Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia*. Rezende/RJ, 2006.
- SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. *Governança corporativa: desempenho e valor de empresa no Brasil*. São Paulo: Saint Paul Editora, 2005.
- \_\_\_\_\_. *Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. São Paulo: Saint Paul Editora, 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 – RAC*, v. 12, n.3 , p.763-788, jul./set. Curitiba: 2008.
- SMITH, Adam. 1776. *The Wealth of Nations*. The University of Chicago Press: 1976.
- TRIVERDI, Adrian; CAMERON, Pravin K. *Microeconometrics: methods and applications*. Cambridge University Press: Cambridge, 2005.
- WAKAMATSU, André [etalli]. Impacto da Governança corporativa sobre o financiamento empresarial: uma aplicação do método de dados em painel. In: *Revista Jovens Pesquisadores*, ano VI, n.10, jan./jun. 2009.
- WELCH, I. Capital structure and stock returns. *Journal of Political Economy*, v. 112, n. 1, p. 106-131, 2004.
- WILLIAMSON, O. *The mechanisms of governance*. Oxford: Oxford University Press, 1996.

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Variáveis adotadas no primeiro modelo estático

Quadro 2: Resultados do primeiro modelo (considerando efeito fixo)

Quadro 3: P-valor dos coeficientes DD

Quadro 4: Resultados do primeiro modelo (agregado)

Quadro 5: Variáveis DD por ano

## APÊNDICE A: RELAÇÃO DE EMPRESAS (Amostras de estudo e controle e data de migração)

Empresa pesquisa- da	data de migra- ção	empresa de controle	setor de atividade
ROMI3 (Indústrias Romi)	22/03/2007	BDLL3 (Bardarella)	mat.e equip. ind.
WEGE3 (Wege)	22/06/2007	SHUL3 (Shultz)	motores e compres.
MYPK3 (Iochpe-Maxion)	24/03/2008	TUPY3 (Tupy)	mat. rodoviários
RSID3 (Rossi Residencial)	27/01/2006	JFEN3 (João Fortes Eng.)	construção civil
ETER3 (Eternit)	17/08/2006	HAGA3 (Haga)	mat. de construção
PTBL3 (Portobello)	30/04/2008	HAGA3 (Haga)	mat. de construção
ALLL3 (ALL Logística)	22/10/2010	VSPT3 (Ferrovia Centro Atlântica)	transp. Ferroviário
LREN3 (Lojas Renner)	01/07/2005	LHER3 (Lojas Hering)	tecidos e vestuário
HGTX3 (Cia Hering)	??/05/2007	MRLS3 (Marisol)	vestuário
DROG3 (Drogasil)	??/ 07/2007	PNVL3 (Dimed)	medicamentos
SCAR3 (São Carlos)	14/12/2006	CORR3 (Correia Ribeiro)	explor. de imóveis
FIBR3 (Fibria)	27/08/2010	RANI3 (Celulose Irani)	papel e celulose
CPFL3 (CPFL)	29/09/2004	CEEB3 (Coelba)	energia elétrica distri.
EQTL3 (Equatorial energia)	23/04/2008	ENGI3 (Energisa)	energia elétrica distri.
TBLE3 (Tractebel energia)	16/11/2005	ELET3 (Eletrobrás)	geração e trans.
LIGT3 (Light)	28/05/2005	CMIG3 (Cemig)	distribuição e trans.