

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA MARIA
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS E HUMANAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO
DOUTORADO EM ADMINISTRAÇÃO**

Pâmela Amado Tristão

**A ADOÇÃO DO PADRÃO INTERNACIONAL CONTÁBIL E SUA
INFLUÊNCIA NA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS
BRASILEIRAS: UM QUASE-EXPERIMENTO**

Santa Maria, RS, Brasil
2019

Pâmela Amado Tristão

**A ADOÇÃO DO PADRÃO INTERNACIONAL CONTÁBIL E SUA INFLUÊNCIA NA
ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS BRASILEIRAS: UM QUASE-
EXPERIMENTO**

Tese apresentada ao Curso de Doutorado do Programa de Pós-Graduação em Administração, Área de Concentração Gestão Organizacional, Linha de Pesquisa de Economia, Controle e Finanças, da Universidade Federal de Santa Maria (UFSM, RS) como requisito parcial para obtenção do título de **Doutora em Administração**

Orientador: Prof. Dr. Igor Bernardi Souza

Santa Maria, RS, Brasil
2019

Tristão, Pâmela Amado

A adoção do padrão internacional contábil e sua influência na estrutura de capital das empresas brasileiras: um quase-experimento / Pâmela Amado Tristão.- 2019.

150 p.; 30 cm

Orientador: Igor Bernardi Sonza

Tese (doutorado) - Universidade Federal de Santa Maria, Centro de Ciências Sociais e Humanas, Programa de Pós-Graduação em Administração, RS, 2019

1. Estrutura de capital 2. Governança Corporativa 3. Padrão internacional contábil 4. ADRs I. Sonza, Igor Bernardi II. Título.

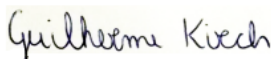
Pâmela Amado Tristão

**A ADOÇÃO DO PADRÃO INTERNACIONAL CONTÁBIL E SUA INFLUÊNCIA NA
ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS BRASILEIRAS: UM QUASE-
EXPERIMENTO**

Tese apresentada ao Curso de Doutorado do Programa de Pós-Graduação em Administração, Área de Concentração Gestão Organizacional, Linha de Pesquisa de Economia, Controle e Finanças, da Universidade Federal de Santa Maria (UFSM, RS) como requisito parcial para obtenção do título de **Doutora em Administração**

Aprovado em 29 de março de 2019:

Igor Bernardi Sonza, Dr. (UFSM)
(Presidente/Orientador)



Guilherme Kirch, Dr. (UFRGS)
Participou por videoconferência



Jéferson Augusto Colombo, Dr. (UFRJ)
Participou por videoconferência

Marta Von Ende, Dr.^a (UFSM)

Paulo Sergio Ceretta, Dr. (UFSM)

Santa Maria, RS, Brasil
2019

A todos aqueles que tornaram possível
a conclusão desta etapa, dedico a
realização deste trabalho.

AGRADECIMENTOS

Este trabalho representa muito mais do que a simples conclusão de uma etapa, mas sim a realização de um sonho que me parecia impossível de alcançar. E, se hoje consegui realizá-lo é por que eu pude contar com muitas pessoas especiais, a quem eu devo toda a minha gratidão.

À Deus, pelo dom da vida e pela minha saúde, por me manter forte no meu propósito mesmo quando parecia tão difícil e por ter colocado as pessoas certas no meu caminho.

Aos meus pais Valdeci e Cledir, pelo carinho, pelo amor e apoio incondicional na realização desta e de todas as outras etapas da minha vida. Por terem me ensinado desde tão cedo que a educação e o trabalho são o melhor caminho. Mais uma vez e sempre, esta vitória é pra vocês!

Ao meu namorado Leandro, que me acompanha desde a etapa mais difícil de elaboração deste trabalho e, que com todo o amor, me apoiou e acreditou, ao longo desses dois anos, que seria possível concluí-lo e ainda entendeu, por muitas vezes, a minha ausência. A vida tem sido tão mais bonita desde que te encontrei!

À minha irmã Ariane, pelo apoio, carinho e conversas descontraídas, que muitas vezes me interromperam enquanto eu escrevia, mas que ao mesmo tempo, eram alento para tantas horas de trabalho. Que eu possa sempre te mostrar o caminho mais correto a ser percorrido!

Aos grandes amigos, de uma vida inteira, que me acompanharam não somente nesta etapa, mas em tantas outras, em especial à Marcela, pelos anos de amizade e por vibrar a cada conquista comigo.

Aos amigos e colegas da turma 2015 do Doutorado, em especial a Maríndia, com quem dividi muitas das angústias nesse período, por saber ouvir como ninguém e aconselhar de maneira tão doce e sabia.

Aos colegas do grupo de pesquisas, pela troca de informações, pelo auxílio e por tornar a jornada mais leve.

Um agradecimento especial ao professor e orientador deste trabalho, Igor Sonza, por acreditar que eu conseguiria, pelo apoio e pelas muitas conversas, pelos ensinamentos e conhecimento compartilhado. A ti devo a realização desta etapa! Tens em mim uma grande admiradora do teu trabalho como pesquisador e docente.

Aos professores Guilherme Kirch, Jéfferson Colombo, Marta Von Ende e Paulo Ceretta, pelo conhecimento agregado e pelas excelentes contribuições frente às fragilidades do meu projeto.

Aos grandes mestres que tive o prazer de ser aluna e que eu me espelho enquanto docente, em especial a Vanessa Dutra e Kelmara Mendes, pelo conhecimento transmitido. À Universidade Federal de Santa Maria e ao Programa de Pós-Graduação em Administração, pela ajuda e estrutura disponibilizadas.

Aos meus alunos e ex-alunos, que mesmo sem saber, me incentivaram e me fizeram ter certeza que escolhi o caminho certo, a docência.

Enfim, a todos que ajudaram, incentivaram e acreditaram na realização deste sonho.

Meu mais sincero agradecimento!

“O sucesso nasce do querer, da determinação e da persistência em se chegar a um objetivo. Mesmo não atingindo o alvo, quem busca e vence obstáculos, no mínimo fará coisas admiráveis. ”

(José de Alencar)

RESUMO

A ADOÇÃO DO PADRÃO INTERNACIONAL CONTÁBIL E SUA INFLUÊNCIA NA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS BRASILEIRAS: UM QUASE-EXPERIMENTO

AUTORA: Pâmela Amado Tristão
ORIENTADOR: Igor Bernardi Souza

A estrutura de capital das empresas, constituída pela proporção de recursos próprios e de terceiros, transmite ao mercado informações relacionadas à sua estrutura de financiamento, tornando-a suscetível a avaliação de agentes, tanto internos quanto externos, afetando as expectativas destes quanto à maior ou menor probabilidade de ganho mediante o investimento. Nesse contexto, a governança corporativa surge como mecanismo de garantir aos alocadores de recursos o direito sobre o capital investido. O mercado brasileiro tem apresentado evolução no que tange a essas práticas, dentre elas, a adoção do padrão internacional contábil (IFRS) instituído pela lei 11.638 (2007), a qual permitiu que, por meio de duas fases de implantação, entre 2007 e 2009, as empresas brasileiras emitissem seus relatórios seguindo o padrão internacional. Embora essa lei tenha afetado a forma como uma parcela considerável das empresas de capital aberto transmitiam suas informações contábeis e financeiras, um grupo de empresas já estava adequado a esse padrão no período anterior à vigência da lei, devido à dupla listagem no mercado acionário doméstico e internacional por meio da emissão de *American Depositary Receipts* (ADRs). Diante do exposto, este estudo teve como objetivo analisar a influência da governança corporativa na composição da estrutura de capital, por meio de um comparativo entre as empresas adequadas às normas internacionais contábeis no período anterior à vigência da lei 11.638 (2007) e empresas que aderiram às mesmas mediante imposição desta. Para tanto, foi realizado um estudo quase-experimental por meio da metodologia Diferenças em Diferenças (DID) a qual permitiu a comparação dos níveis de alavancagem, tanto a valor de mercado e contábil, quanto o endividamento líquido das empresas, segmentando-as em dois grupos: de tratamento (empresas afetadas pela lei) e de controle (empresas emissoras de ADRs) no período anterior e posterior à vigência da lei. A etapa inicial da análise consistiu na análise gráfica, a qual evidenciou tendências paralelas nas medidas de alavancagem a valor de mercado e endividamento de longo prazo a valor contábil, satisfazendo a premissa inicial de aplicação do DID. Posteriormente, a aplicação do modelo evidenciou alterações na contratação de capital das empresas, influenciadas pelo forte efeito do grupo de controle, cuja dependência por recursos externos aumentou. O coeficiente DID apresentou-se estatisticamente significativo para as medidas a valor de mercado, evidenciando níveis mais elevados de endividamento em empresas emissoras de ADRs no período posterior à vigência da lei, se comparados a empresas que aderiram ao padrão internacional mediante a imposição desta. Os resultados ainda evidenciaram, ao analisar um conjunto de variáveis independentes consideradas determinantes na estrutura de capital, maior influência do porte da empresa, oportunidades de crescimento e investimento, confirmando maior adequação aos pressupostos da teoria do *Trade-Off*.

Palavras-chave: Estrutura de capital. Governança corporativa. Padrão internacional contábil. ADRs

ABSTRACT

THE ADOPTION OF THE INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARD AND ITS INFLUENCE ON BRAZILIAN COMPANIES' CAPITAL STRUCTURE: A QUASI-EXPERIMENT

AUTHOR: Pâmela Amado Tristão

ADVISOR: Igor Bernardi Souza

The capital structure of a company consists on the proportion of equity and thirty-part capital, which signs information related to its financing structure, making the company susceptible to the agents' evolution which impacts on their expectations of lower or higher probability of investment returns. In this context, corporate governance arises as a mechanism to guarantee investor their rights regarding the capital invested. The Brazilian stock market has been showing evolution in terms of these practices, such us the adoption of the *International Financial Reporting Standard* (IFRS) established through Law 11.638 (2007), which allowed, through the implementation between 2007 and 2009, the issue of Brazilian reports following the international standard. Although this law affected the way a considerable number of publicly traded companies were used to issue their financial and accounting information, a group of companies was already adequate to it in the period before the law was enforced due to the dual listing by the issuance of American Depositary Receipts (ADRs). The objective of this study was to analyze the influence of corporate governance on the capital structure by comparing companies that adequate to international accounting standards in the period prior the law 11.638 (2007) and companies that adhered by the imposition. To achieve it, a quasi-experimental study was carried out using the Differences in Differences (DID) methodology, which allowed the comparison of leverage levels, both at market and book value, as well as net indebtedness of companies segmented in treatment (companies affected by the law) and control (ADRs issuing companies) in the period before and after the law. The graphical analysis evidenced the premise of parallel trends in leverage measures at market value, satisfying the initial premise of DID application. Subsequently, the model estimation has evidenced changes in the capital structure influenced by the strong effect of control group, whose leverage level increased. The DID coefficient was statistically significant for market measures, evidencing higher levels of indebtedness in companies issuing ADRs in the period after the law, compared to companies that adhered to the international standard by imposing it. The results also showed that, regarding a set of independent variables, the investment and growth opportunity, as well as the company's size were identified as the capital structure most relevant variables, confirming the Trade-Off theory.

Keywords: Capital Structure. Corporate governance. International accounting standard. ADRs

LISTA DE FIGURAS

Figura 1- Efeito do endividamento sobre o valor da empresa.....	45
Figura 2- O modelo Diferenças em Diferenças	81
Figura 3- Análise gráfica da alavancagem TLM (mediana) das empresas dos grupos de controle e tratamento	107
Figura 4- Análise gráfica da alavancagem TLA (mediana) para empresas dos grupos de controle e tratamento	108
Figura 5-Análise gráfica da alavancagem LLM (mediana) das empresas dos grupos de controle e tratamento	109
Figura 6- Análise gráfica da alavancagem LLA (mediana) das empresas dos grupos de controle e tratamento	110
Figura 7-Análise gráfica da alavancagem DL (mediana) das empresas dos grupos de controle e tratamento	111

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Estatística descritiva: Grupo de Tratamento no período total	95
Tabela 2 - Estatística descritiva: Grupo de Controle no período total.....	96
Tabela 3 - Estatística descritiva: Grupo de Tratamento antes da adequação às IFRS	98
Tabela 4 - Estatística descritiva: Grupo de Tratamento depois da adequação às IFRS.....	99
Tabela 5 - Estatística descritiva: Grupo de Controle antes da adequação às IFRS	101
Tabela 6 - Estatística descritiva: Grupo de Controle depois da adequação às IFRS	102
Tabela 7 - Análise de correlação das variáveis estudadas	104
Tabela 8 - Modelo Diferenças em Diferenças com as variáveis dependentes.....	114
Tabela 9 - Teste de Breusch-Pagan	119
Tabela 10 - Fatores de Inflação da Variância	120
Tabela 11 - Modelo Diferenças em Diferenças com covariáveis	124
Tabela 12 - Resultados para pareamento por meio do Kernel escore de propensão	127
Tabela 13 - Resultados para os testes Placebo	130
Tabela 14 - Teste de tripla diferença	131

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Benefícios do investidor dadas as funções α e β	33
Quadro 2 - Teorias do <i>Trade-Off</i> e <i>Pecking Order</i> : Principais evidências empíricas no contexto internacionais	55
Quadro 3- Teorias do Trade-Off e Pecking Order: Principais evidências empíricas no contexto nacional.....	58
Quadro 4 - Características dos principais tipos de ADRs	65
Quadro 5 - Variáveis dependentes do estudo	85
Quadro 6 - Variáveis de controle do modelo.....	87

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	13
1.1 OBJETIVOS	18
1.1.1 Objetivo Geral	18
1.1.2 Objetivos Específicos	18
1.2 JUSTIFICATIVA	18
1.3 INOVAÇÃO DO ESTUDO.....	21
1.4 ESTRUTURA DO TRABALHO	23
2. MODELO TEÓRICO DO ESTUDO	25
2.1 MODELO DE OBTENÇÃO DE CAPITAL DE TERCEIROS EM SISTEMAS LEGAIS FRACOS.....	25
2.2 MODELO DE OBTENÇÃO DE CAPITAL MEDIANTE MUDANÇAS NA GOVERNANÇA CORPORATIVA	34
3. ESTRUTURA DE CAPITAL	39
3.1 RETROSPECTIVA HISTÓRICA DA ESTRUTURA DE CAPITAL E A TEORIA DO <i>TRADE-OFF</i>	40
3.2 A ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO E A ESTRUTURA DE CAPITAL: TEORIA DO <i>PECKING ORDER</i>	46
3.3 EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS DA TEORIA DO <i>TRADE-OFF</i> E <i>PECKING ORDER</i> ...49	
3.4 O PROBLEMA DE AGÊNCIA E TEORIA DO <i>FREE CASH FLOW</i>	58
3.5 A ADEQUAÇÃO ÀS IFRS E A ESTRUTURA DE CAPITAL.....	60
4. GOVERNANÇA CORPORATIVA: ASPECTOS TEÓRICOS E PRÁTICOS	67
4.1 AS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO	72
5. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	77
5.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA	77
5.2 POPULAÇÃO, AMOSTRAGEM E COLETA DE DADOS	78
5.3 MÉTODO	80
5.4 DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS DO MODELO.....	84
5.4.1 Variáveis dependentes	84
5.4.2 Variáveis de controle	86
6. ANÁLISE DE RESULTADOS.....	93

6.1 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS E ANÁLISE DE CORRELAÇÃO DAS VARIÁVEIS	93
6.2 RESULTADO DO MODELO DIFERENÇAS EM DIFERENÇAS	105
6.2.1 Resultados do modelo principal	106
6.2.2 Os pressupostos do OLS e o resultado do modelo com covariáveis	118
6.3 TESTE DE ROBUSTEZ PARA O MODELO DIFERENÇAS EM DIFERENÇAS ..	126
6.3.1 Pareamento por meio do escore de propensão	126
6.3.2 Teste Placebo	128
6.3.3 Tripla Diferença	131
7. CONCLUSÕES E CONTRIBUIÇÕES DO ESTUDO	133
7.1 CONSIDERAÇÕES FINAIS	134
7.2 CONTRIBUIÇÕES DO ESTUDO	137
7.3 LIMITAÇÕES DO ESTUDO	138
7.4 SUGESTÕES PARA TRABALHOS FUTUROS	138
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS:	141

1. INTRODUÇÃO

As decisões de financiamento das empresas na escolha pelas fontes de capital, seja ele interno ou externo, para financiar seus projetos constituem-se, atualmente, como um dos temas mais debatidos de finanças corporativas. Tal discussão apesar de debatida anteriormente, ganhou maior destaque por meio das pesquisas realizadas por Modigliani e Miller (M&M) em 1958, considerada um divisor de águas no que tange às pesquisas da área, no qual os autores afirmavam ser a estrutura de capital irrelevante do ponto de vista do valor da empresa em um contexto de mercado de capital perfeito. Posteriormente, M&M, ao publicar um novo estudo, em 1963, reconheceram a relevância dos impostos na forma como as empresas utilizam o capital próprio e de terceiros.

As pesquisas realizadas por M&M abriram precedentes para a elaboração de demais pesquisas cujo foco foi identificar os fatores que influenciam as empresas a utilizar capital próprio ou de terceiros para financiar seus projetos, entre eles: impostos (Kraus e Litzenberger 1973), assimetrias de informações (Myers e Majluf, 1984; Myers, 1984), custos de agência (Jensen, 1986; Jensen e Meckling, 1986), entre outros, têm apresentado relação com as decisões de estrutura de capital das empresas.

A influência dos impostos, por meio da vantagem fiscal ao utilizar a dívida, deu origem a uma das teorias de maior relevância na área financeira, cujos pressupostos levam ao entendimento de que, por meio de um *trade-off* existente entre os benefícios do endividamento, obtidos pela dedução de seus custos do Imposto de Renda (IR) e o risco inerente ao endividamento por meio dos custos de falência, seria possível a empresa minimizar seu custo global de capital, de forma a aceitar um maior número de projetos com custo mais baixo, maximizando seu valor. Tendo como precursores Kraus e Litzenberger (1973), a teoria do *Trade-Off* defende, por conseguinte, a existência de uma estrutura de capital ótima.

Conforme exposto, demais ineficiências de mercado passaram a ser consideradas relevantes para a escolha das empresas quanto ao seu financiamento, entre elas, a assimetria de informações, caracterizada pela diferença no nível informacional detido por *insiders* (agentes internos) e *outsiders* (agentes externos). Na presença de assimetria de informações, o *insider* possui informações privilegiadas, informações estas que o *outsider* não possui e, dessa forma, as usa para auferir benefícios próprios. O diferente nível informacional entre as partes envolvidas na contratação de capital é abordado por pesquisas que culminaram em diversas teorias, entre elas, a teoria do *Pecking Order*.

A teoria do *Pecking Order*, apresentada com base nos estudos de Myers e Majluf (1984) e Myers (1984), tem como fator preponderante a existência da assimetria informacional entre os agentes, dessa forma, ao escolher pelas fontes de capital para financiar determinado projeto, a empresa deve seguir uma ordem hierárquica, devendo optar, inicialmente, pelo financiamento com recursos internos, por meio da utilização de lucros retidos. No entanto, mediante a necessidade de recursos externos, a empresa deveria optar pelo financiamento e, como última opção, optar pela emissão de ações somente se os recursos oriundos dos lucros retidos e emissão de dívidas não fossem suficientes.

O problema de agência, caracterizado pelo conflito de interesses existente entre acionistas/credores e gestores, apresentado por Jensen e Mecking (1976), é considerado pela teoria do *Free Cash Flow*, proposta por Jensen (1986), na qual as decisões de investimento da empresa estariam relacionadas aos fluxos de caixa livre¹ disponíveis, os quais, estando em posse do gestor, reduziriam a pressão por um bom desempenho, permitindo investimentos em projetos que se aproximassem de seus interesses pessoais em detrimento ao dos acionistas e credores da empresa.

Os pressupostos debatidos pelas teorias levam em consideração a origem dos recursos, sejam eles próprios ou de terceiros, assim como os custos relacionados à sua utilização para a realização de investimentos. A forma como a empresa determina sua estrutura de capital, por meio do uso dessas fontes, em maior ou menor escala, não só permite a ela a redução ou aumento em seu custo de capital, mas também transfere informações ao mercado acerca da forma como está financiando seus investimentos, o que, por consequência, a torna suscetível à avaliação de acionistas e *stakeholders*. Tal relação constitui um ciclo no qual o interesse das companhias a recorrer por recursos, sejam eles via emissão de ações ou financiamento, é afetado pelas expectativas dos investidores e credores, influenciadas pela maior ou menor probabilidade de ganhos mediante o investimento, o risco de expropriação, entre outros fatores.

Neste processo, a governança corporativa surge como alicerce para que investidores tenham mecanismos de avaliar, ainda que previamente, a empresa na qual poderão alocar seus recursos e se assegurar da obtenção de retornos em seus investimentos e recebimento de seus direitos, através de menor expropriação. As práticas relacionadas à governança corporativa podem, portanto, ser consideradas potenciais determinantes das alternativas de financiamento às empresas, por meio da maior transparência das informações transmitidas ao mercado e maior

¹ Jensen (1986, p.2) define o fluxo de caixa livre, *free cash flow*, como o valor excedente do necessário para financiar todos os projetos com valor presente líquido positivo quando atualizados ao adequado custo de capital.

comprometimento com a proteção dos direitos de acionistas, independentemente da parcela de ações que estes detêm.

Dentre os mecanismos relacionados às práticas de governança corporativa, estão a existência de um conselho de administração, a publicação de relatórios regulares pelas companhias, a estrutura de propriedade e a política de remuneração. A partir destes aspectos, o tema ganhou maior ênfase em debates no mercado mundial, sobremaneira no que tange à possibilidade de controle e gerenciamento dos seus recursos por parte dos acionistas (principalmente os minoritários) e garantia de retornos. Esses fatores, somados a questões como a adulteração de relatórios contábeis com superávits, com base no argumento de Tirole (2006), fizeram com que o debate sobre o referido tema ganhasse destaque nos anos recentes, trazendo à pauta a discussão sobre o desalinhamento do interesse entre as partes envolvidas e a importância das políticas de *disclosure*² das companhias.

Não obstante, no Brasil a governança e os aspectos relacionados às suas práticas tomaram maior força a partir dos anos de 1990, com maior ênfase nas duas últimas décadas. Dentre as iniciativas de aperfeiçoamento e estímulos às melhorias nas práticas de governança corporativa impostas às empresas brasileiras, cita-se a nova Lei das Sociedades Anônimas (Lei nº. 10.303/01), a regulamentação dos fundos de pensão (Resolução CMN nº. 2.829/01), a criação do Código de Boas Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), além das recomendações da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a atuação do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) no mercado de capitais brasileiro e a criação dos segmentos diferenciados da B3.

Acompanhando essa evolução, a contabilidade tem passado, nos últimos anos, por modificações em termos de regulamentação no que tange à harmonização e convergência para o padrão internacional de normas contábeis. A reformulação das normas para o padrão internacional contábil (*International Financial Reporting Standard – IFRS*) cujo objetivo foi uniformizar as informações financeiras e contábeis divulgadas em diferentes mercados, foi adotada por empresas de diferentes países desde 2005.

No Brasil, a convergência às IFRS ocorreu em 2007, após pronunciamento da *Securities and Exchange Commission (SEC)*, principal órgão regulador do mercado acionário americano, a qual permitiu que empresas estrangeiras arquivassem suas demonstrações financeiras de acordo com o padrão internacional. A aprovação da lei 11.638 (2007) permitiu às empresas brasileiras

² Consiste na divulgação de informações financeiras por empresas. Mais comumente realizados por companhias de capital aberto, as quais devem tornar públicas suas informações com o objetivo de tornar transparentes esses dados.

de capital aberto a convergência às IFRS em duas fases. Sendo a primeira ocorrida em 2007, na qual as empresas deveriam aderir parcialmente às normas e a segunda, em 2009, por meio da adoção integral dos padrões contábeis.

O processo de adoção ao padrão internacional exigiu que as empresas reformulassem sua comunicação e o conteúdo das informações financeiras e contábeis. Tais mudanças são pautadas na perspectiva de melhor qualidade das informações que subsidiam o processo de tomada de decisão em âmbito empresarial. Fato este confirmado por Marques *et al.* (2017), para os quais a adoção das IFRS no Brasil pressupõe uma desvinculação entre a contabilidade financeira e fiscal, sugerindo às empresas maiores incentivos para divulgar relatórios contábeis.

Conforme Santos *et al.* (2016), a adoção dos padrões internacionais no Brasil, ao considerar a dificuldade das empresas em ter acesso ao capital para investimentos por meio de credores e investidores, segue uma tendência observada mundialmente, sobremaneira em países emergentes, no qual a adoção de políticas e melhorias institucionais têm como objetivo facilitar a capitalização das empresas por meio da contratação de capital próprio e de terceiros. Tal argumento leva à inferência de que a adequação às IFRS e a adoção de práticas mais adequadas de governança corporativa, devido, principalmente, a melhor qualidade das informações divulgadas, reduz a assimetria informacional entre os agentes envolvidos, diminuindo a possibilidade de expropriação de seus direitos e tornando o acesso a capital menos oneroso, o que influencia nas escolhas de financiamento das empresas.

Entre os benefícios auferidos por usuários e preparadores das demonstrações conforme o padrão internacional, ao apresentar maior transparência e comparabilidade nos relatórios, está o maior interesse de investidores estrangeiros e seu aporte de capital em empresas brasileiras. Isto posto, fatores como a presença em mercados de capitais que não o brasileiro, por meio da possibilidade de negociação de títulos com maior valor de mercado, assim como a captação de recursos para investimento a menor custo, pode ter contribuído para que algumas empresas brasileiras emitissem seus relatórios conforme as IFRS, antes mesmo da imposição da lei 11.638 (2007).

A adequação dessas empresas ao padrão internacional contábil no período que antecede a alteração imposta pela lei ocorreu em função da negociação de seus títulos, não apenas no mercado doméstico, mas também internacional, por meio da emissão de *American Depositary Receipt* (ADR), negociadas exclusivamente no mercado americano. Essas empresas, ao realizar a dupla listagem, se comprometem, entre outras exigências, a emitir seus relatórios conforme o padrão internacional. A emissão de ADRs por empresas brasileiras, como consequência desse maior comprometimento com as informações divulgadas, propicia uma redução no nível de

assimetria informacional entre gestores, investidores e *stakeholders*, o que, conforme Silveira (2008), traria um forte efeito de sinalização, podendo ser utilizado pelos gestores para criar uma janela de oportunidade para a emissão de novos títulos de dívida, tanto no mercado externo quanto no mercado brasileiro.

Dessa forma, ao adotar o padrão internacional contábil, as empresas brasileiras emissoras de ADRs passaram a se diferenciar em termos de *disclosure* e fidedignidade dos relatórios, o que, embora de maneira indireta, pode ter trazido benefícios, não somente com foco em captar investidores externos, mas também internos, já que as práticas adotadas aproximam acionistas e *stakeholders* por meio da transparência de informações e, por consequência, a adoção de práticas mais adequadas de governança corporativa.

Embora conjecturado que as empresas emissoras de ADRs tenham se distinguido em termos de práticas governança corporativa no período anterior à vigência da lei no Brasil, as demais empresas, após o período de adequação, mediante a adoção das IFRS, podem ter sido igualmente afetadas por meio de um melhoramento da qualidade das informações divulgadas em relatórios financeiros visto que, para Cova (2008), a normatização contábil e a harmonização das diversas normas assimiladas pela contabilidade em diversos países constituem uma maneira de assegurar a leitura convergente dos procedimentos de gestão, reduzindo a possibilidade de distorções, erros, assimetrias informacionais e fraudes. O argumento do autor é baseado na premissa de que a eficiência com que os sistemas informacionais contábeis são capazes de transmitir os elementos formadores da tomada de decisão constitui o principal pilar das práticas de governança.

Com base no argumento de que a adoção da normatização contábil e sua harmonização constituem elementos fundamentais para o estabelecimento das práticas de governança corporativa das empresas de capital aberto, os quais acabam por alterar a proporção das fontes de capital utilizadas pela empresa, e que as empresas que possuíam ADRs nesse período já estavam adequadas aos padrões internacionais contábeis no período anterior à IFRS, as quais podem se diferenciar em termos de governança corporativa em decorrência do *disclosure*, haja vista que as mesmas já emitiam relatórios com maiores níveis de transparência e que, por consequência, transmitiam maior segurança aos investidores quanto ao recebimento de seus direitos, o foco do presente estudo consiste em buscar respostas para o seguinte problema de pesquisa:

Qual a influência da governança corporativa na composição da estrutura de capital se comparadas as empresas adequadas às normas internacionais contábeis no período anterior à vigência da lei 11.638 (2007) e empresas que aderiram às mesmas mediante imposição desta?

1.1 OBJETIVOS

Com o propósito de responder à questão apresentada recentemente, os objetivos foram divididos em duas subseções para melhor explicar sua relação com o propósito de elaboração deste estudo. O objetivo geral e objetivos específicos são apresentados a seguir.

1.1.1 Objetivo Geral

Analisar a influência da governança corporativa na composição da estrutura de capital por meio de um comparativo entre as empresas adequadas às normas internacionais contábeis no período anterior à vigência da lei 11.638 (2007) e empresas que aderiram às mesmas mediante imposição dessa.

1.1.2 Objetivos Específicos

- Realizar um levantamento das empresas adequadas às normas internacionais contábeis no período anterior à imposição da lei 11.638 (2007);
- Investigar a influência da estrutura de controle na estrutura de capital das empresas analisadas;
- Realizar um comparativo da estrutura de capital entre as empresas afetadas pela lei e empresas emissoras de ADRs.

1.2 JUSTIFICATIVA

O estudo proposto aborda uma das temáticas de maior ênfase na literatura acerca de finanças corporativas, estrutura de capital, a qual, embora extensivamente pesquisada, ainda encontra campo de estudo, como afirma Denis (2012), ao argumentar que, embora as pesquisas acerca do tema tenham enriquecido a compreensão sobre escolha da estrutura de capital, os padrões estudados não explicam de forma consistente a estrutura de capital e as decisões marginais de financiamento das empresas. Complementarmente, para Graham *et al.* (2015),

quase um século após o início do interesse acadêmico sobre o tema, algumas dúvidas ainda permeiam sobre quais fatores influenciam essa decisão, tornando possível, a realização de novos estudos.

Os argumentos apresentados recentemente são corroborados ao se escolher como ambiente de análise o mercado de capitais brasileiro que, embora considerado incipiente se comparado aos demais mercados, como o americano, tem se desenvolvido intensamente nas duas últimas décadas, tornando relevante, de acordo com Albanez (2012), pesquisas cujo foco seja analisar as decisões de financiamento e investimento de companhias abertas brasileiras. O desenvolvimento do mercado de capitais nacional tem sido acompanhado por mudanças relacionadas às práticas de governança corporativa adotadas por empresas brasileiras que, ao proporcionar maior transparência e, conseqüentemente, menor probabilidade de fraudes, acaba por influenciar a tomada de decisão acerca da alocação de recursos de investidores, credores e *stakeholders*.

Entre as práticas adotadas, cita-se a adoção do padrão internacional contábil, a qual, mediante a imposição da lei 11.638 de 2007, obrigou as empresas brasileiras a alterar seus relatórios financeiros e contábeis de acordo com a legislação internacional. A adoção às normas IFRS ganhou maior magnitude por meio dos efeitos desta no mercado como um todo, visto que, para Santos *et al.* (2016), a adequação aos padrões internacionais pode ser vista como uma forma de melhorar o acesso ao crédito e tornar o mercado de capitais mais eficiente, uma vez que, ao harmonizar as informações divulgadas em diferentes mercados de capitais, aumenta-se a confiança de investidores e credores nas empresas, influenciando, dessa forma, as práticas de governança corporativa adotadas e, por conseqüência, a estrutura de capital da empresa.

O argumento de que as normas contábeis de elevada qualidade melhoram a qualidade da informação divulgada, propiciando melhoria nas práticas de governança corporativa, tem sido abordado por estudos internacionais, a exemplo da pesquisa Beneish *et al.* (2015), os quais, ao estudar a concessão de crédito por meio do capital de terceiros em relação às informações divulgadas, encontraram impactos positivos na concessão de crédito por meio de instituições bancárias após a adoção das IFRS. O estudo de Daske *et al.* (2013) identificou evolução nos padrões de transparência em países que adotaram as normas IFRS, o que resultou em um impacto positivo no mercado de capitais em países cuja proteção dos investidores é alta.

Com base no exposto, o interesse ao estudar as práticas de governança corporativa mediante a adequação às IFRS no mercado brasileiro parte, portanto, da possibilidade de que as novas diretrizes, de um modo geral, tenham influenciado a qualidade das informações

transmitidas ao mercado, a menor probabilidade de fraude e maior alocação de capital em projetos dessas empresas e, principalmente, a garantia aos acionistas no recebimento de seus direitos. Validando o argumento exposto, La Porta *et al.* (1998) afirmam que os bons padrões contábeis e as medidas de proteção dos acionistas estão associados a uma menor concentração de ações, considerada característica em ambientes com fraca proteção ao investidor.

Sendo o mercado brasileiro caracterizado pela baixa proteção legal dos investidores, com maior probabilidade de expropriação, diversos trabalhos se voltaram à análise da influência da adoção às IFRS e sua relação com a governança corporativa. Cova (2008), ao analisar a adequação às IFRS e o fortalecimento das boas práticas de governança corporativa, identificou que os procedimentos de normatização contábil, por meio da integração e convergência, permitiram às empresas o *accountability*³, o *compliance*⁴ e o *disclosure* exigido pelos princípios da boa governança, influenciando, assim, na eficiência do mercado financeiro brasileiro. Com propósito semelhante, Lourenço e Branco (2015) encontraram evidências de que a adequação ao padrão internacional contábil teve efeito relevante apenas nas empresas que sinalizam melhores práticas de governança corporativa.

Embora as pesquisas, de maneira geral, confirmem o melhoramento da governança devido à adequação às IFRS mediante a vigência da lei, um grupo de empresas brasileiras, devido à dupla listagem por meio da emissão de ADRs, mesmo no período anterior à adequação às IFRS, já apresentavam suas informações financeiras e contábeis conforme o padrão internacional, as quais podem diferenciar-se em termos de governança mesmo se comparadas às que se adequaram mediante a imposição da lei. Conforme discutido pela literatura, as empresas que emitem ADRs, por meio da redução da assimetria informacional entre os agentes (internos e externos), tanto no mercado internacional, mas também no nacional, podem ter auferido benefícios com maior ênfase no que tange à avaliação dos investidores, captação de recursos menos onerosos, alteração na proporção das suas fontes de financiamento e práticas de governança corporativa.

A informação sinalizada ao mercado por essas empresas através da dupla listagem influencia a percepção de acionistas, possíveis investidores e credores acerca da empresa (SANTOS *et al.*, 2014), haja visto que, para Maia e Formigoni (2011), ao atender à pressão

³ Relacionada à responsabilidade na prestação de contas fundamentada nas práticas mais corretas de contabilidade e auditoria.

⁴ Associada ao cumprimento das normas estabelecidas em estatutos, regimentos da empresa e as próprias leis vigentes no país.

para disponibilizar informações qualificadas, promove-se a redução das incertezas dos investidores.

Pesquisas cujo foco seja estudar a relação entre a emissão de ADRs e as práticas de governança tornam-se plausíveis no contexto brasileiro, devido às características do mercado de baixa proteção legal aos investidores, uma vez que, conforme Sour (2005), a emissão de ADRs pode ser considerada um mecanismo para atenuar abusos relacionados à expropriação do direito de acionistas minoritários.

Diante do exposto, a presente pesquisa visa contribuir para o entendimento acerca das práticas de governança corporativa ao comparar empresas com dupla listagem e empresas negociadas apenas no mercado doméstico. Diante disso, oferece contribuição empírica significativa para a área de pesquisa de finanças corporativas ao contemplar a influência das práticas mais adequadas de governança na escolha da estrutura de capital, influenciando a tomada de maior ou menor parcela de recursos próprios e de terceiros por meio da análise do período anterior e posterior à implementação das IFRS, por meio de modelo de pesquisa ainda não relacionado aos temas contemplados neste estudo. A presente pesquisa, também se justifica devido ao caráter inovador, conforme exposto na sessão seguinte.

1.3 INOVAÇÃO DO ESTUDO

Ao contemplar seu objetivo, a presente pesquisa, conforme exposto anteriormente, contribui empiricamente para o campo de finanças corporativas ao abordar dois dos principais temas que permeiam os debates na área, estrutura de capital e governança corporativa.

O caráter inovador da pesquisa, no entanto, é obtido por meio da proposta de realização de um quase-experimento, atrelado ao marco teórico estudado. No que tange ao modelo, cabe ressaltar que experimentos naturais, conforme exposto por Campello (2014), de forma sintetizada, buscam estudar os efeitos de uma determinada intervenção, normalmente eventos biológicos ou físicos, em um grupo de tratamento (que sofreu a intervenção), comparando-o ao grupo de controle (que não sofreu intervenção) no período anterior e posterior a este. Ainda com base no argumento do autor, os estudos quase-experimentais, por sua vez, se diferenciam ao abordar um choque ou alteração econômica como evento de análise, tal como crises financeiras, ou ainda, alterações governamentais aleatórias à exemplo de desregulamentação e reformas bancárias, alteração nas tarifas de importação, entre outros.

Para Arpring e Sautner (2010) reformas relacionadas à adoção de práticas de governança corporativa propiciam o estudo quase-experimental ao explorar o impacto dessas mudanças na política de financiamento. Fundamentada no argumento recentemente exposto, a presente pesquisa tem como marco teórico a adequação das empresas brasileiras às IFRS, uma vez que a imposição da lei 11.638 (2007) obrigou as empresas brasileiras de capital aberto, no período entre 2007 e 2009, a adequar suas demonstrações financeiras e contábeis com base no padrão internacional contábil, ao analisar o período anterior e posterior à adequação, este estudo é considerado, assim, um quase-experimento.

Caracterizado pela intervenção de um choque ou marco exógeno, o estudo quase-experimental analisa tal intervenção em dois grupos, o de tratamento - constituído por empresas que aderiram aos padrões internacionais contábeis por meio da imposição da lei 11.638 (2007) e o de controle - formado por empresas que já haviam aderido às normas IFRS no período anterior à vigência da lei devido à dupla listagem, por meio da emissão de ADRs.

Para tornar exequível tal análise, a abordagem quasi-experimental tornou-se possível por meio da estimação do modelo Diferença em Diferença (*Difference-in-Difference* - DID), tal escolha é fundamentada na possibilidade de redução vieses ao escolher a amostra. Sobre a possibilidade de controlar os vieses de seleção, Bertrand *et. al.* (2004) enfatizam que a vantagem ao utilizar o DID está relacionada ao seu potencial de contornar muitos dos problemas relacionados à endogeneidade ao fazer comparações entre indivíduos heterogêneos.

A relevância dos problemas relacionados à endogeneidade nas pesquisas da área financeira é abordada por Roberts e Whited (2012) ao afirmarem: “*the most importante and pervasive issue confronting studies in empirical corporate finance is endogeneity*” a qual, segundo os autores, conduz à estimativa de parâmetros tendenciosos e inconsistentes, gerando estudos com inferências não confiáveis. Ainda, de acordo com Roberts e Whited (2012), atualmente são abordadas técnicas voltadas à redução deste problema, dentre elas, as que dependem de uma fonte clara de variação exógena para identificar coeficientes de interesse, como é o caso das estimativas de Diferenças em Diferenças.

Pesquisas realizadas utilizando a metodologia Diferenças em Diferenças, foram inicialmente realizadas no contexto internacional, como as relativas aos trabalhos de Jayaratne e Straham (1996), Bertrand e Mullainathan (2002), Vig (2013), Roberts e Whited (2012) e Doidge e Dick (2015). Mais recentemente, o método passou a ser replicado no Brasil por meio da realização de pesquisas como as de Schuntzemberger *et. al.* (2015), que mediram o impacto da implantação de cooperativas de crédito rural solidário nos municípios brasileiros sobre o Produto Interno Bruto (PIB) *per capita* da agropecuária. Além deste, Colombo (2016) buscou

investigar como as firmas respondem a uma variação exógena dos impostos ao analisar suas decisões financeiras após uma reforma tributária dos fundos de pensão. Nesse contexto, Paredes (2016) avaliou o impacto do Programa de Garantia da Atividade Agropecuária para agricultores familiares.

Conforme exposto anteriormente, tem-se na presente pesquisa, foco em duas das principais correntes teóricas de finanças corporativas, estrutura de capital e governança corporativa, as quais, embora extensivamente pesquisadas, mediante à escolha do modelo de pesquisa, passam a apresentar caráter de inovação, haja visto que, conforme apresentado recentemente, embora sejam encontradas pesquisas com foco de analisar uma intervenção do ambiente regulatório das empresas brasileiras, não são encontradas pesquisas cujo objetivo foi a análise da adequação ao padrão internacional contábil, favorecendo um maior entendimento acerca de uma possível avaliação realizada pelo mercado por meio de uma menor expropriação de seus direitos e, por fim, sua relação com a tomada de decisão empresarial acerca das suas fontes de financiamento.

1.4 ESTRUTURA DO TRABALHO

Além da apresentação dos tópicos iniciais, contemplados ao longo do primeiro capítulo, o presente estudo é constituído por outros seis capítulos. O capítulo dois apresenta a análise teórica do modelo, buscando verificar a relação entre estrutura de capital e governança corporativa. Posteriormente, nos capítulos três e quatro, é contemplada a fundamentação teórica acerca dos temas abordados na pesquisa, ressaltando aspectos relacionados à estrutura de capital e governança corporativa, respectivamente. Os aspectos metodológicos do estudo abrangidos no capítulo cinco apresentam, especificamente, o método de pesquisa, as variáveis dependentes e independentes, além de informações relacionadas à amostra de empresas contempladas no estudo. Os resultados obtidos por meio da aplicação da pesquisa, bem como sua discussão, são contemplados ao longo do capítulo seis. Por fim, o sétimo capítulo contempla as conclusões e considerações do estudo.

2. MODELO TEÓRICO DO ESTUDO

Embora voltado ao estudo de determinantes da estrutura de capital através da discussão dos benefícios gerados pela dívida e da assimetria informacional existente entre as partes envolvidas na contratação de capital, os quais são discutidos num ambiente de maior *disclosure* de informações, o cerne da presente pesquisa está voltado à analisar os impactos que a emissão dos relatórios financeiros e contábeis mediante a imposição da lei 11.638 (2007) gerou por meio de práticas mais adequadas de governança corporativa, as quais influenciam a tomada de decisão do investidor mediante uma maior garantia do cumprimento de seus direitos após realizada a alocação de capital, entre eles, o recebimento de dividendos e menor expropriação.

Dessa forma, a escolha do modelo teórico foi realizada em função da possibilidade de estudar a relação deste evento (adequação às IFRS), considerado, para fins metodológicos, um marco teórico, tendo como característica do mercado brasileiro a baixa proteção legal para investidores e práticas pouco rígidas de governança corporativa. Para tanto, é apresentado o modelo teórico, adaptado de Diamond (2004) e Funchal e Monte-Mor (2016).

2.1 MODELO DE OBTENÇÃO DE CAPITAL DE TERCEIROS EM SISTEMAS LEGAIS FRACOS

O modelo a ser apresentado, adaptado de Diamond (2004), versa sobre a contratação de capital em mercados com sistemas legais fracos, nos quais é mais difícil e oneroso para investidores induzirem os tomadores de capital a cumprir os contratos de dívida, o que influencia os tomadores de recursos a comportar-se indevidamente por meio da realização de uma fraude.

O modelo, ao pressupor três datas, 0, 1 e 2, expõe que empresas e credores são neutros ao risco e, que valorizam o consumo apenas na data 2, já que as necessidades de capital não exigem pagamentos antes dessa. Cada empresa tem um projeto para levantar capital na data 0 com base nos recursos de credores, os quais exigem um retorno esperado pelo investimento, R , sendo este retorno igual a 1.

Supondo a necessidade de investimento externo, os credores se tornam dispostos a emprestar recursos a uma determinada taxa esperada de retorno R ; considera-se que existe um mercado de capitais competitivo em cada período, assim, todo o fluxo de caixa de investimento

ocorre na data 2. A empresa tomadora de capital pode, por meio de uma ação não observável, realizar uma fraude e reduzir os fluxos de caixa futuros de credores, o que, no entanto, aumenta o benefício privado da empresa ao recorrer a capital. Além disso, sabe-se que o fluxo de caixa na data 2 é H (alto) ou L (baixo) e, que a ação da empresa que necessita capital influencia a probabilidade de que este fluxo seja $H > 0$ e $L = 0$. Para a aplicação dos modelos deve-se considerar:

- As ações das empresas tomadoras de capital

O tomador de capital escolhe sua ação não observável, realizar ou não a fraude, depois que o projeto é financiado, mas antes da data 1. Ele pode escolher entre duas ações: $D = 0$ ou $D = 1$. A ação $D = 1$ é chamada de desvio de fundos, a qual caracteriza uma fraude, mas também representa o risco moral ou “*empire building*”. Dessa forma, escolher $D = 1$ reduz a probabilidade que o fluxo de caixa na data 2 seja H e aumenta seu benefício privado da empresa contratante de capital. Se esta não desviar, ou seja, se escolher $D = 0$, a probabilidade de que o fluxo de caixa seja alto é P_0 e o benefício privado não verificável deste é N_{0G} , sendo o segundo subscrito G a ação do credor, assim, se o tomador de crédito desvia, $D = 1$, e a probabilidade o fluxo de caixa ser alto é $P1 < P0$ e o benefício privado aumenta para $N_{1G} = N_{0G}$.

- Incentivos do tomador de crédito e a intervenção dos investidores

A empresa tomadora de crédito pode receber incentivos em dinheiro por meio de uma parcela do fluxo de caixa H ou L . O montante do benefício privado auferido pela realização da fraude que o tomador de crédito mantém, depende da rapidez com que os credores intervêm. Se pessoas de fora intervirem na data 1, o benefício privado é reduzido. Os credores e investidores podem optar por intervir mediante a realização da fraude, escolhendo $G = 1$, relacionado a “*go to court*” na data 1, ou eles podem escolher por não fazer nada na data 1 e escolher $G = 0$. A ação $G = 1$ é mais geral que propriamente “intervir mediante a realização da fraude”, o qual refere-se a reduzir os benefícios privados do tomador de crédito a um custo mínimo. Isso não beneficia os credores se os direitos dos mesmos forem fracos ou se houver um sistema legal ineficiente.

A intervenção mediante a realização da fraude pelos credores e investidores é observável e verificável, o que reduz, na data 1, o benefício privado da empresa, N_{DG} de N_{10} para N_{11} , se a empresa tomadora de crédito escolher $D = 1$ e divergir. Se a empresa, no entanto, escolher não desviar ($D = 0$), o benefício privado é N_{00} se o credor não intervém. Dessa forma, intervir em função da fraude realizada pela empresa na data 1 é oneroso para investidores, o que reduz os fluxos de caixa na data 2, o qual é reduzido para uma fração $\emptyset_H < 1$ do seu valor inicial,

para $H' = \phi_H H$ e o fluxo de caixa baixo para uma fração $\phi_L \leq \phi_H < 1$ do seu valor inicial, para $L' = \phi_L L$. A distribuição de probabilidade dos resultados H e L não é afetada pelas ações dos investidores, mas sim pela empresa que toma capital.

- As informações detidas por investidores

Os investidores podem observar informações na data 1 acerca do fluxo de caixa após a empresa ter escolhido sua ação, D , e antes que o fluxo de caixa seja realizado. Tal informação não é observável ou verificada. Supondo a realização de dois tipos de informação: boas e ruins, as quais implicam, respectivamente, nas probabilidades do fluxo de caixa alto (H) de \bar{P} e \underline{P} ($\bar{P} > \underline{P}$). As informações observadas pelos investidores são todas informações disponíveis para a probabilidade do fluxo de caixa alto. Assumindo que os investidores não detêm nenhum tipo de informação privilegiada acerca do fluxo de caixa. A escolha $D = 0$ aumenta a probabilidade de boas notícias, \bar{P} , a qual é dada em função da ação $D = 0$, indicado por p_0 , maior que a probabilidade de boas notícias quando $D=1$, indicado por p_1 . Isso porque:

$$P_0 > P_1, \bar{P} > \underline{P} > e, P_0 = p_0\bar{P} + (1 - p_0)\underline{P} \text{ e } P_1 = p_1\bar{P} + (1 - p_1)\underline{P}.$$

No modelo considerado básico, assume-se que más notícias ocorrem se, e somente se, a empresa tomadora de capital realizar a fraude – desviar ($D = 1$), o que implica em $p_0 = 1$ e $p_1 = 0$. Nesse caso, na data 1 as notícias revelam as ações das empresas, no entanto, os resultados interessantes ocorrem quando ambos tipos de erros, I e II, são possíveis.

A empresa tomadora de capital deve encontrar uma maneira para não desviar, escolhendo $D = 0$, visto que o projeto terá valor presente líquido negativo e pode não ser financiado se esta desviar, sendo:

$$P_1H + (1 - P_1)L = p_1\{\bar{P}H - (1 - \bar{P})L\} + (1 - p_1)\{\underline{P}H + (1 - \underline{P})L\} < R = 1 \quad (1)$$

A expressão apresentada implica que um projeto apresenta valor presente líquido negativo em função das más notícias ou, $\underline{P}H + (1 - \underline{P})L < R$. Além disso, as empresas tomadoras de capital querem se comprometer a não desviar, já que a fraude é ineficiente: Um incremento no benefício privado é menor que a redução do fluxo de caixa esperado:

$$P_0H + (1 - P_0)L + N_{00} > P_1H + (1 - P_1)L + N_{10} \quad (2)$$

Assume-se ainda, que há responsabilidade limitada e, que a parcela do fluxo de caixa pertencente a qualquer investidor e a própria empresa deve ser entre 0 e 1 e que as ações devem convergir para 1, sendo o pagamento dos direitos dos investidores feito por meio de devoluções de projetos ou de refinanciamento por meio do capital de novos investidores.

A participação dos investidores dependerá, portanto, das suas ações observáveis de intervir mediante a fraude ou não. Especificamente para um investidor, sua participação no

fluxo de caixa H e L como uma função de $G \in \{0,1\}$ são $s_H(G)$ e $s_L(G)$, respectivamente. Além disso, a participação da empresa tomadora de capital no fluxo de caixa H e L são $b_H(G) = 1 - s_H(G)$ e, $b_L(G) = 1 - s_L(G)$, respectivamente.

Com base nos pressupostos discutidos, é apresentado o modelo básico, o qual assume que, o fluxo de caixa baixo na data 2, L , é zero (haja visto que fluxos de caixa $H > I$ e $L = 0$), enquanto que, a informação detida pelo investidor revela a atitude da empresa tomadora de capital, $p_0 = 1$ e $p_1 = 0$. Além disso, admite-se que, se realizada a intervenção devido à realização da fraude, a empresa tomadora de capital terá benefícios privados que variam de $N_{10} > 0$ para $N_{11} = 0$ e ainda, que o benefício privado é 0, a menos que fundos sejam desviados ($N_{00} = N_{01} = 0$). Assumir que apenas um fluxo de caixa realizado é positivo significa que os contratos podem dividir esse fluxo de caixa, permitindo um escopo muito limitado para contratos contingentes detalhados. Ao supor que a informação não apresenta erros, são excluídas possibilidades de interesse, por outro lado, foca atenção para o problema relacionado ao comprometimento do investidor.

Ao assumir ainda, que o benefício privado é direcionado a 0, isso implica que intervir pela fraude realizada é suficiente para remover qualquer incentivo para desviar fundos, mesmo sem fornecer incentivos de fluxo de caixas adicionais para o tomador de capital.

Na data 1 os investidores observam o sinal P (probabilidade de o fluxo de caixa ser H), a qual revela exatamente a ação da empresa tomadora de capital. As notícias são boas quando o tomador de capital se comporta ($D = 0$) e $\bar{P} = P_0$, de maneira contrária, as notícias são ruins quando desvia ($D = 1$) e $\underline{P} = P_1$. Se os investidores se comprometem a intervir mediante notícias ruins, seria possível deter a empresa tomadora de capital do mau comportamento (fraude). De forma contrária, se os investidores não intervirem ao receber más notícias com a presença de benefícios privados em grande escala, os tomadores de crédito irão se comportar de forma inadequada e escolher $D = 1$. Se o tomador de crédito não se comportar de maneira adequada, o fluxo de caixa esperado é $P_1H < R$ e ele não será capaz de tomar capital emprestado.

Se a empresa tomadora de capital escolher $D = 0$ sem a necessidade de incentivos mediante a possibilidade de investidores intervirem, ($G = 0$ para notícias boas e ruins) a parcela dos investidores $s_H(0)$ do fluxo de caixa H é determinada pela necessidade de prover aos investidores uma expectativa de retorno $R = I$, sendo o fluxo de caixa H com probabilidade $P_0 = \bar{P}$. Para providenciar ao investidor uma expectativa de $R = I$ quando $G = 0$ e $D = 0$) requer que $\bar{P} s_H(0)H \geq R = I$ ou $s_H(0) \geq R/\bar{P}H$. Dessa forma, o investidor tem uma expectativa de

retorno exatamente de $R = 1$ e o tomador de capital recebe a parte restante, $1 - s_H(0) = 1 - \left(\frac{R}{\bar{P}H}\right)$.

Admitindo-se que o investidor não irá intervir pela realização da fraude, a recompensa ao tomador de crédito por não desviar, escolhendo $D = 0$ é denotada por $\Gamma_D = \Gamma_0$. Sendo $\Gamma_0 = \bar{P}1 - (R/(\bar{P}H))H = \bar{P}H - R$ igual ao valor presente líquido do projeto (o benefício privado do projeto de não desviar, N_{00} , é zero no modelo básico). Se, por outro lado, o tomador de capital optar por desviar (escolhendo $D = 1$) e o investidor não intervir, o benefício privado é $N_{DG} = N_{10} > 0$ e o seu pagamento é $\Gamma_1 = \underline{P}(1 - (R/\bar{P}H))H + N_{10} = \underline{P}H - (\underline{P}R/\bar{P}) + N_{10}$. A empresa tomadora de capital não age de maneira adequada se seus benefícios excederem $N_{10} > (\bar{P} - \underline{P})H + ((\underline{P}/\bar{P}) - 1)R$, sendo que os benefícios privados N_{11} excedem esse montante. Dessa forma, a empresa pode agir de maneira inadequada mediante a opção dos investidores de nunca intervirem pela execução da fraude. Assim, ao fornecer à um investidor uma taxa normal de retorno e conceder ao tomador de capital uma parcela pequena do fluxo de caixa, impede que este venha a desviar.

a) O valor de incentivo ao intervir pela realização da fraude

Se o investidor escolher intervir na presença de más notícias, o pagamento do tomador de capital por ter escolhido desviar é $\Gamma_1 = (1 - s_H(1))\underline{P}$ (isso porque no modelo básico $D = 1$ implica a presença de más notícias e intervenção pela fraude reduz o benefício privado para $N_{11} = 0$), pagando todo o dinheiro ao investidor se o mesmo intervir, $s_H(1) = 1$, fornece ao tomador de capital um retorno zero de $D = 1$. O retorno pago ao tomador de capital se $D = 0$ mantém-se igual ao valor presente líquido do projeto, visto que $D = 0$ implica boas notícias. Se o investidor puder se comprometer pela intervenção frente às notícias ruins, geradas pelo comportamento inadequado, a empresa tomadora de capital irá agir de maneira adequada.

Se a intervenção auxiliar o investidor ou, ao menos, não o prejudicar, este irá intervir quando tiver acesso às informações de má comportamento do tomador. Dessa forma, a questão chave a avaliar é o custo dessa execução que acaba por influenciar o fluxo de caixa.

Supondo uma situação contrária, na qual a intervenção não tem custo e aumenta os fluxos de caixa *ex post* quando a empresa tomadora de capital se comporta de maneira inadequada (realiza fraude), invertendo, parcialmente, os efeitos do mau comportamento do tomador de capital. Somente nessa situação assume-se que intervir nunca tem custos e aumenta a probabilidade de fluxos de caixa H , de P_1 a $P_1 + d$ ($d > 0, d \leq P_0 - P_1$), se e somente se o

tomador de capital não se comportar adequadamente e selecionar $D = 1$. Essa probabilidade é maior que P_1 (probabilidade de H dada o desvio ($D = 1$) e a não intervenção) e menor ou igual a P_0 (probabilidade quando o tomador de capital se comporta de maneira adequada ($D = 0$)). Enquanto o investidor tiver uma participação positiva no fluxo de caixa, H , ele irá intervir se observar más notícias, reduzindo uma “fraude em andamento” e aumentando o valor total *ex post* esperado do fluxo de caixa de $Hd > 0$. Tal situação evita a destruição do valor da firma, sendo portanto, considerada mais complicada quando a intervenção é onerosa.

As práticas de boa governança corporativa exigem que os investidores e credores intervenham na presença de más notícias, sinalizadoras da fraude, (para impedir $D = 1$), o que, no entanto, pode ser oneroso tanto para os tomadores de capital, quanto para os próprios investidores e credores. Assumindo que é impossível comprometer-se voluntariamente sem se prejudicar, intervir não influencia a probabilidade do fluxo de caixa ser alto (igual a H), mas reduz a magnitude de H , único fluxo de caixa positivo na data 2. Assim, se o investidor intervir, o fluxo de caixa H na data 2 é reduzido para H' , considerado uma fração de $\phi_H < 1$ de H ; $H' = \phi_H H$ (o fluxo de caixa baixo se mantém igual a 0). O custo esperado de intervir quando há más notícias é $P_1(1 - \phi_H)H$. Se o investidor deter todo o fluxo de caixa da data 2, H , ele não terá incentivos para intervir, incorrendo a perdas de $P_1(1 - \phi_H)H$.

b) O comprometimento de intervir mediante a fraude com um investidor/credor

Apenas um fornecedor de capital pode destruir uma fração $1 - \phi_H$ do valor da firma ao vender seus títulos e impor externalidade à este. Na existência de apenas um investidor ou credor, a empresa tomadora de capital é a única responsável pelos custos da realização da fraude.

Apesar de punir o tomador de capital que age inadequadamente, a intervenção pela fraude é onerosa, como resultado, um contrato deveria comprometer o investidor a intervir em tal processo após o recebimento de más notícias, mas não de boas. O investidor tem a fração $s_H(G)$ sobre os fluxos de caixa positivo, H ou $\phi_H H$ (e zero se o fluxo de caixa for $L = 0$). Na presença de más notícias, \underline{P} , em função do desvio do tomador de crédito ($D = 1$), o investidor tem de escolher dentre as opções: Se o investidor optar por intervir, ele recebe $s_H(G = 0)\phi_H H \underline{P}$; se ele escolher o contrário, receberá $s_H(G = 0)H \underline{P}$. O investidor escolhe intervir mediante a fraude da empresa se sua parcela acionária satisfaz $s_H(G = 0) \leq s_H(G = 1)\phi_H \leq \phi_H$, (isso porque $s_H(G = 1) \leq 1$).

Se há notícias boas, a probabilidade de \bar{P} e a escolha do investidor é semelhante, mas com a probabilidade de P ao invés de \underline{P} . Dessa forma, o investidor optará por não intervir se $s_H(G = 0) \geq s_H(G = 1)\phi_H$.

Se o investidor intervir frente à más notícias, as quais sinalizam a fraude, e não o faz quando as notícias são boas, implica em sua indiferença em intervir na realização de ambos tipos de notícias, P , ou $s_H(0) = s_H(1)\phi_H \leq \phi_H$. O total de fundos que o tomador de capital pode angariar na data 0 é proporcional ao capital aplicado pelo investidor, $s_H(0)$, podendo, portanto, maximizar o valor levantado quando o investidor recebe o valor total do fluxo de caixa ao intervir ou $s_H(1) = 1$ e uma fração de ϕ_H quando este opta por não intervir, ou $s_H(0) = \phi_H$. Supondo que o investidor opte por não intervir, a empresa que tomou crédito irá reter o valor do fluxo de caixa remanescente, ou $b_H(0) = 1 - \phi_H$.

O investidor pode, ainda, receber uma imposição para a intervenção por meio de uma externalidade do tomador de capital. O valor máximo que o tomador de crédito pode arrecadar é $\phi_H P_o H$, considerada uma fração ϕ_H do valor presente líquido do projeto. Se o projeto a ser financiado requer um investimento inicial de capital $R = I$, o qual excede $\phi_H P_o H$, a empresa tomadora de capital não poderá se financiar somente com os recursos de um investidor. Se o custo para execução do projeto é alto, somente projetos com alto valor presente líquido poderiam ser financiados com recursos de apenas um credor. Tal resultado também se aplica se houver vários credores que podem facilmente acordar para resolver dificuldades financeiras e unir-se para tal.

c) Dois investidores/credores

Essa seção se destina a evidenciar a maneira como dois fornecedores de crédito intervêm, se, e somente se, houver a presença de más notícias e fraude, até mesmo se possuírem todos os fluxos de caixa do projeto e não possam impor uma externalidade ao tomador de capital, aceitando os fluxos de caixa que ele possui. Isso porque intervir na presença de notícias ruins fornece incentivos suficientes, em que o modelo básico não exige que o tomador retenha qualquer fluxo de caixa para fins de incentivo. Atribuir aos investidores todo o valor do fluxo de caixa permite que todos os projetos com valor presente líquido sejam financiados. De forma contrária, se o valor presente líquido do projeto é muito baixo para captar recursos de apenas um investidor e, ao utilizar mais investidores, o problema não é resolvido.

No que tange a intervir pela fraude, dois credores podem se comprometer a prejudicar um ao outro se houverem externalidades impostas entre eles, as quais devem ser impostas durante a negociação destinada a persuadir cada um deles de entrar em um processo. Supõe-se, neste momento, que nenhuma negociação temporária entre investidores possa ser realizada.

Contratos em que os investidores não dividem o fluxo de caixa igualmente não são considerados superiores. Para mostrar que é possível comprometer todo o fluxo de caixa do tomador de capital para os investidores, usa-se como exemplo um caso em que cada investidor possui uma reivindicação sobre a metade do fluxo de caixa da data 2, onde $\rho = H$. Se ambos investidores prorrogam sua reclamação (cada um escolhendo $G=0$), ambos recebem $\frac{1}{2} \phi_H$ cada na data 2 com probabilidade P (onde P é tanto uma boa, quanto uma má notícia, \bar{P} ou \underline{P} , respectivamente). Se ambos demandarem pagamento ($G = 1$) e intervirem, cada um recebe $\frac{1}{2} \phi_H H$ na data 2 com probabilidade P . Admite-se que $\rho \geq \phi_H H$ e que a demanda desses investidores não pode ser cumprida se a empresa tomadora de capital realizar uma fraude em função do baixo valor de ρ , faria com que seus empréstimos tivessem valor presente líquido negativo.

As externalidades entre os investidores são impostas somente mediante a imposição de pagamento, assim, se apenas um investidor optar por não reclamar, este obtém uma recompensa de α (na qual α é uma função das notícias, P , com realização $\bar{\alpha}$ na presença de boas notícias e $\underline{\alpha}$ de más notícias), enquanto que, o outro investidor, que realizar a reclamação tem o pagamento de β (em que β é uma função de P com realização $\bar{\beta}$ na presença de boas notícias e $\underline{\beta}$ de más). Dessa forma, se supõe α como pagamento realizado por intervir antes dos demais investidores e β como o pagamento realizado ao único investidor que não entrou em um processo judicial. No Quadro 01, são apresentadas as possibilidades das funções α e β , cujos pagamentos são apresentados de maneira estratégica entre os investidores 1 e 2, sendo a remuneração do investidor 1 a primeira célula e a segunda do investidor 2.

Fundamentado na remuneração dos investidores 1 e 2, é obtida a primeira preposição, a qual descreve o equilíbrio de Nash, dado o valor nominal do empréstimo ρ e os valores das funções α e β , condicionais em boas notícias ($\bar{\alpha}$ e $\bar{\beta}$) e más notícias ($\underline{\alpha}$ e $\underline{\beta}$).

Quadro 1 - Benefícios do investidor dadas as funções α e β

	#2 prorroga ($G = 0$)	# 2 entra em processo judicial ($G = 1$)
#1 prorroga ($G = 0$)	$(\frac{1}{2} \rho P, \frac{1}{2} \rho P)$	(β, α)
#1 entra em processo judicial ($G = 1$)	(α, β)	$(\frac{1}{2} \Phi_H H P, \frac{1}{2} \Phi_H H P)$

Fonte: Diamond (2004).

Proposição 1: Existe o equilíbrio de Nash quando investidores intervêm mediante a realização da fraude se e somente se houverem más notícias se $\bar{\alpha} \leq \frac{1}{2} \rho \bar{P}$, e $\underline{\beta} \leq \frac{1}{2} \Phi_H H \underline{P}$. Considerado um equilíbrio puro de estratégia única se em adição $\beta > \frac{1}{2} \Phi_H H \bar{P}$ e $\underline{\alpha} > \frac{1}{2} \rho \underline{P}$.

A proposição 1 é comprovada por meio do argumento de que, se ambos investidores intervêm ($G = 1$) na presença de más notícias, a melhor alternativa é fazer o mesmo que $\beta \leq \frac{1}{2} \Phi_H H \underline{P}$. Entretanto, se ambos investidores acreditarem que o outro irá prorrogar sua reivindicação e não optar por não intervir ($G = 0$) na presença de notícias boas, a melhor alternativa é $\bar{\alpha} \leq \frac{1}{2} \rho \bar{P}$. Tais argumentos estabelecem o equilíbrio de Nash.

Na presença de boas notícias e ambos investidores acreditarem o outro irá intervir ($G = 1$), cada investidor irá desviar para evitar entrar no processo de intervenção ($G = 0$) se $\bar{\beta} > \frac{1}{2} \Phi_H H \bar{P}$, implicando que ($G = 1, G = 1$) não constitui um equilíbrio de Nash dado a presença de boas notícias. Se, contrariamente, as notícias forem ruins e cada um deles supor que o outro investidor irá prorrogar sua intervenção e optar por não intervir ($G = 0$), ambos irão desviar ($G = 1$) se $\underline{\alpha} > \frac{1}{2} \rho \underline{P}$, implicando ($G = 0, G = 0$), também não considerado um equilíbrio de Nash mediante notícias ruins.

d) Refinanciamento por meio de outros investidores/credores

Essa seção se destina a apresentar situação na qual a empresa tomadora de recursos ainda tem capacidade de refinarçar-se mesmo na realização da fraude. Sendo o resultado na presença de boas notícias não afetado devido à possibilidade de refinarçar-se por meio de recursos de investidores e credores que não se importam com a escolha dos atuais investidores.

Sabe-se, conforme apresentado na seção anterior, que o pagamento aos investidores se mantém igual mediante a presença de más ou boas notícias. Os pagamentos podem divergir quando apenas um credor exigir pagamento, visto que o outro credor pode optar por refinarçar essa reivindicação para evitar os custos da intervenção. Assim, se um investidor acredita que o outro irá demandar pagamento, a melhor opção para ele é fazer o mesmo. O pagamento deste é $(\phi_H H/2)\underline{P}$ como antes.

A nova possibilidade é de refinarçar a reivindicação de outro investidor e pagar $F/2$ para obtê-la, ganhando a recompensa de $H\underline{P} - (H\bar{P}/2)$. Conforme exposto, a melhor resposta de um investidor mediante a necessidade de pagamento de outro, é solicitar seu pagamento também se $H\underline{P} - \frac{1}{2}H\bar{P} \leq \frac{1}{2}\phi_H H\underline{P}$ ou $[1 - (\bar{P} - \underline{P})/\underline{P}] \leq \phi_H$. O que indica que o custo de transferência permite que o outro credor seja integralmente pago excede a parte do credor dos custos pela intervenção.

Assume-se que, $[1 - (\bar{P} - \underline{P})/\underline{P}] \leq \phi_H$ implicando que os credores terão uma estratégia dominante para ir ao tribunal se houver más notícias. Ao contrário, se $[1 - (\bar{P} - \underline{P})/\underline{P}] > \phi_H$, mais que dois credores serão obrigados a apoiar uma estratégia de equilíbrio de Nash, na qual todos os credores intervêm mediante a fraude da empresa, pois, com um número suficientemente grande de credores, o custo de comprar todos os outros excederá a parte de um credor nos custos de intervenção. Tal argumento consiste na segunda proposição do modelo:

Proposição 2: Se há dois credores e cada um tem recursos suficientes para refinarçar a reivindicação do outro e a empresa tomadora de capital emite uma dívida de curto prazo com valor nominal, então ambos os credores intervirem na presença da fraude. Se essa desigualdade não ocorrer, a empresa tomadora de recursos precisa de pelo menos $n > ((\bar{P} - \phi_H \underline{P})/(\bar{P} - \underline{P}))$ credores para que haja um equilíbrio em que todos os credores optem pela intervenção se, e somente se, houver más notícias.

2.2 MODELO DE OBTENÇÃO DE CAPITAL MEDIANTE MUDANÇAS NA GOVERNANÇA CORPORATIVA

O modelo a ser exposto, adaptado de Funchal e Monte-Mor (2016), aborda a existência do monitoramento e *disclosure* para medir o efeito destas no comportamento do gestor, o qual

representa a empresa tomadora de recursos para investimento, e seu impacto em termos de dívida, permitindo, portanto, estudar os efeitos das mudanças nas práticas de governança corporativa na política de financiamento das empresas mediante um choque, considerado no presente estudo, a adequação das empresas brasileiras às IFRS.

Com o objetivo de analisar o efeito da adoção de tais práticas, deve ser considerada a existência da assimetria informacional em relação ao nível de esforço e possíveis alterações realizadas, consideradas fraudes, que gestores de empresas financiadas, seja por meio de financiamento ou emissão de ações, escolhem quando buscam por projetos. Para analisar tal situação, deve-se, segundo Funchal e Monte-Mor (2016), ignorar o problema de risco moral, caracterizado pela assimetria informacional após firmado um contrato, entre os gestores e proprietários da empresa, visto que o foco deste modelo está na relação existente entre a empresa tomadora de recursos e fornecedores de capital. Sendo as variáveis esforço e possibilidade da realização da fraude não observadas pelos fornecedores de capital, estes não têm o conhecimento se determinada empresa, na qual são alocados seus recursos, optou pelo nível ótimo de esforço ou não.

Os gestores de empresas tomadoras de recursos podem alocar seu tempo em esforço (e) para alcançar o sucesso ou fraude de um determinado projeto (f) com o objetivo de auferir benefícios próprios por meio da execução deste. Dessa forma, argumenta-se que o tempo deste gestor é dividido entre esforço e fraude, o qual totaliza o tempo gasto na empresa, α , obtido portanto, por ($\alpha = e + f$).

Dessa forma, a decisão de comportamento do gestor em relação ao esforço ou fraude afeta a chance de ser se pego (relacionado à descoberta da fraude) e o sucesso do investimento da empresa. Presume-se, dessa forma, que a probabilidade de sucesso do projeto de investimento aumenta proporcionalmente com o nível de esforço realizado pelo gestor. Assumindo que a probabilidade da firma ser solvante ($psolv(e)$) é diferenciável, crescente e côncava à variável de esforço, e , tal que: $\lim_{e \rightarrow 0} p'_{solv}(e) = \infty$, o que significa que é eficiente para a empresa escolher um nível de esforço positivo e que o $psolv(e) < 1$ para o estado de solvência é sempre possível.

Admitindo-se que há chances de o gestor ser pego, assume-se que essa probabilidade aumenta com o nível da fraude executada por ele (f) e com o nível de monitoramento (M). De forma precisa, a probabilidade do gestor ser pego ($q(f, M)$) é diferenciável e estritamente crescente no nível da fraude (f) e a variável de monitoramento (M), em que, $q(f, M) < 1$ por fraude não descoberta é considerada possível. Os ganhos auferidos pelo gestor ao cometer uma

fraude são considerados uma função positiva do nível de fraude $G(f)$ e seu custo $C(f)$ é a punição imposta pela legislação vigente.

A empresa pode obter sucesso e ser solvente, proporcionando um retorno de V . Após o pagamento dos fornecedores de capital F (valor nominal da dívida), a quantia que permanece para o gestor é $V - F$. Dessa forma, se ele cometer fraude e não for pego, ele acrescenta aos ganhos obtidos pela fraude ($V - F + G(f)$), ao passo que, se ele for pego, receberá uma punição ($C(f)$). A empresa pode entrar em um processo de falência fornecendo um retorno zero para o gestor e v para credores/investidores (onde $v < F$). Assim, se o gestor cometer fraude e não for pego, seus ganhos são oriundos da fraude (como benefícios pessoais obtidos durante o período de gestão, sendo estes pecuniários ou não), enquanto que, se ele for pego, a punição ($C(f)$) é aplicada.

Dessa forma, da perspectiva do gestor, assumindo-se a neutralidade do risco para fins de simplificação, ele escolhe o nível de esforço e fraude para maximizar sua riqueza esperada, como apresentado na Equação 3.

$$\begin{aligned} \max_{f,e} E(W) &= p(e)[q(f, M)(-C_f) + (1 - q(f, M))(V - F + G(f))] + (1 \\ &\quad - p(e))[q(f, M)(-C_f) + (1 - q(f, M))(G(f))] \quad (3) \\ \text{s.t. } \alpha &= e + f \end{aligned}$$

O gestor comete fraudes até que seu ganho marginal seja igual ao custo marginal. O nível ideal de fraude é, portanto, uma função dos ganhos de solvência, ganhos obtidos pela realização da fraude, nível de monitoramento, nível de punição, etc. Dessa forma, pode-se escrever a melhor escolha de fraude como descrito na Equação 4.

$$f^* = f(V - F, \alpha, G(\cdot), M, C_f). \quad (4)$$

É, portanto, notável que, alterações na legislação, como a adequação às IFRS estudadas no presente estudo, podem afetar ambas as variáveis exógenas do modelo (M e C_f). Dessa forma, cabe entender de que maneira um aumento nos níveis de monitoramento (M) e de punição por fraude (C_f) afeta a decisão do gestor acerca da execução da fraude e o esforço demandado nos projetos da empresa. Com o intuito de responder a esse questionamento, a riqueza esperada pelo gestor é dividida em três partes, conforme as equações 5, 6 e 7.

a) Benefícios da solvência:

$$p(\alpha - f)(1 - q(f, M))(V - F) \quad (5)$$

b) Benefícios de não ser pego:

$$(1 - q(f, M))G(f) \quad (6)$$

c) Custo da fraude:

$$q(f, M)C_f \tag{7}$$

Supondo um aumento no nível de monitoramento de M para M' , o nível da fraude (f) tem um efeito mais forte na probabilidade de ser pego (já que $\frac{\partial q(f, M)}{\partial M} > 0$), reduzindo os benefícios marginais de fraude (expostos pelas Eq. 5 e 6). Além disso, nessa situação tem-se um aumento marginal no custo da fraude devido ao aumento no custo esperado (7). Portanto, com um nível mais alto de monitoramento, o benefício marginal da fraude é reduzido, aumentando seu custo marginal, tem-se então, que o nível ótimo cai de f^* para f^{**} .

A mesma ideia pode ser aplicada para o nível de punição (C_f). Assim, supondo um aumento em C_f , onde $C_f' > C_f$, não há aumento nos benefícios (expostos pelas Eq. 5 e 6), mas sim no custo marginal da fraude (Eq. 7). Portanto, observa-se que, uma vez reduzido o nível da fraude, maior o tempo a ser gasto nos projetos da empresa (visto que $\alpha = e + f$), reduzindo o problema de risco moral. Posto isso, chega-se às duas primeiras proposições do modelo:

Proposição 1: Um aumento no nível de monitoramento (M) reduz o problema de risco moral.

Proposição 2: Um aumento no custo da fraude (C_f) reduz o problema de risco moral.

À vista disso, por meio de uma redução no nível da fraude realizada (f), o tempo alocado (representado pelo esforço) demandado pelo gestor ao projeto de investimento da empresa aumenta (e), tornando maior a probabilidade de solvência da empresa (aumentando, conseqüentemente, as chances de sucesso $p(e)$) e menor probabilidade de insolvência. Em pormenores, esse efeito reduz o risco atrelado ao investimento realizado por fornecedores de capital, sejam eles investidores ou credores, tornando as condições de crédito mais acessíveis para a empresa, aumentando o montante dos recursos captados.

Para observar esse efeito sobre as taxas de juros e o montante de recursos captados, admite-se que a empresa tomadora de recursos tem um projeto que requer capital, I , valor este que a empresa deve levantar externamente. A empresa promete pagar aos seus fornecedores de recursos o valor nominal do contrato, F , em que $F = I(1 + r)$ sendo r a taxa de juros cobrada pelo investidor/credor. Cabe ressaltar, porém, que se a empresa for insolvente, o reembolso de capital corresponde ao valor de liquidação da empresa, assim, o projeto pode retornar a um valor, v , onde a empresa é solvente se $v \geq F$ e insolvente se $v < F$. Assume-se, então, a probabilidade de dois estados no futuro, a solvência ou a insolvência da empresa, os quais

retornam à empresa $vsolv$ e $vins$, respectivamente, sendo $vsolv \geq F > vins$. A probabilidade da solvência é $p(e)$ e a probabilidade da insolvência ($1 - p(e)$). Isso implica que o valor esperado do projeto é $E(v) = p(e)vsolv + (1 - p(e))vins$.

Frente à competitividade do mercado, F é a maior soma que os investidores e credores podem demandar para o projeto, dadas as probabilidades de solvência e insolvência e o valor da firma em caso de insolvência. A taxa de juros livre de risco é considerada zero e, portanto, a taxa de juros da empresa que toma recursos é, portanto, uma função do grau de risco do seu projeto.

Os investidores e credores, ao ofertarem recursos, I , devem esperar receber I em troca, já que o mercado é competitivo. Tal expectativa é descrita da nas Equações 8 e 9.

$$I = p(e)F + (1 - p(e))vins \quad (8)$$

e

$$F = I(1 + r) = \frac{I - (1 - p(e))vins}{p(e)}. \quad (9)$$

A taxa de juros da empresa é definida por $r = (F / I) - 1$, a qual é uma função crescente do valor de face, F , do contrato da dívida, valor este que a empresa é obrigada a pagar no estado de solvência. Para fins de simplificação, supondo que o investimento esteja normalizado para um, denotando v_{ins}^u para cada unidade do investimento ($I = 1$) contrapartidas de $vins$, tem-se a Equação 10.

$$r = \frac{(1 - p(e))}{p(e)} [1 - v_{ins}^u] \quad (10)$$

Dessa forma, quanto mais o investidor/credor espera receber no estado de insolvência, devido a maior probabilidade de sucesso, menos exigirá que a empresa pague no estado de solvência, reduzindo assim, a taxa de juros. O que leva ao alcance da terceira proposição do modelo:

Proposição 3: Um aumento na probabilidade de sucesso $p(e)$ reduz a taxa de juros.

Como consequência, taxas de juros mais baixas motivam o financiamento da dívida da empresa, induzindo à quarta proposição do modelo:

Proposição 4: Um aumento na probabilidade de sucesso $p(e)$ aumenta o financiamento da dívida da empresa.

3. ESTRUTURA DE CAPITAL

A estrutura de capital de uma empresa consiste na composição das fontes de financiamento de longo prazo utilizada, seja ela constituída por capitais de terceiros ou capitais próprios; com isso, a empresa pode alavancar-se mais ou menos, o que implica na maior ou menor participação em suas fontes de financiamento de capital de terceiros. Dessa forma, quanto maior a participação de capital externo na composição da estrutura de capital de uma organização, maior sua alavancagem em termos de estrutura de capital. A presente pesquisa, ao utilizar o termo alavancagem faz, portanto, referência à relação entre as fontes de capital que a empresa utiliza, seja ele de terceiros, ou ainda, capital oriundo da emissão de ações, sejam elas ordinárias ou preferenciais, ou ainda, pela combinação destas.

A busca pela existência da estrutura ótima de capital, proporção adequada de capitais de terceiros e próprios, deu origem a diversos estudos cujo objetivo foi identificar a combinação mais adequada para a empresa, ou ainda, os atributos que poderiam interferir de forma significativa em tal escolha.

No que tange às pesquisas clássicas, Famá e Grava (2000) argumentaram ser possível segmentar a evolução do estudo da estrutura de capital em três fases, as quais refletem a abordagem de determinada época ao estudo de risco e seu efeito sobre o custo de capital global. A primeira delas abrange desde os primórdios dos estudos em Finanças até a década de 1950, período em que já existia a intuição de que a maior propensão ao risco, exigiria um retorno compatível com o risco enfrentado, visto que empresas consideradas de maior risco na época, tinham acesso a crédito mais oneroso. No entanto, essa constatação se tornava limitada, pois não era acompanhada de um instrumental analítico adequado para constatá-la, devido, principalmente, ao baixo nível de informações e à dificuldade de processá-las.

Na segunda fase, além das contribuições relacionadas aos mercados financeiros, foram identificados avanços no que tange à estrutura de capital por meio das publicações de Modigliani e Miller (1958) ao desconsiderar o efeito dos impostos para a escolha da política de financiamento e, posteriormente, em 1963, ao considerar o efeito destes. Ademais, tem-se a publicação dos estudos realizados por Jensen e Meckling (1976) e Ross (1977), os quais introduziram à área de pesquisas financeiras, temas relacionados ao conflito de agência e a relevância das informações na política de dividendos, respectivamente.

A terceira fase, ainda vivenciada no período atual, parte do questionamento sobre a forma como os agentes se comportam e tomam decisões, bem como os fatores que influenciam

a avaliação dos investidores. Embora pesquisas relacionadas ao comportamento e à racionalidade dos agentes tenham ganho destaque, pesquisas relacionadas aos atributos que podem influenciar a estrutura de capital das empresas têm sido realizadas, ampliando as discussões iniciadas por Modigliani e Miller (1958). Para Titman e Wessels (1988), esses estudos sugerem que as empresas selecionam a estrutura de capital conforme os atributos que determinam os diversos custos e benefícios associados ao financiamento da dívida e do capital.

Assim, na tentativa de explicar a forma como o capital das empresas é estruturado, diversos fatores passaram a ser considerados como pressupostos para essa escolha, tais como impostos (Modigliani & Miller, 1963), custos de falência (Modigliani & Miller, 1963; Jensen e Meckling, 1976), custos de agência (Jensen, 1986), assimetria de informações (Myers & Majluf, 1984; Myers, 1984) e oportunidades de mercado (Baker e Wurgler, 2002), dentre outros, originando as principais teorias acerca do tema, que, de maneira geral, apresentam seus achados com base em duas linhas de pesquisa: as teorias com viés tradicional, cujo objetivo é propor uma estrutura ótima de capital. O ponto ótimo pode ser obtido por meio de um *trade-off* (SHYAM-SUNDER e MYERS, 1999; FRANK e GOYAL, 2009) na qual a redução do custo médio ponderado de capital permite auferir maior nível de lucratividade. O debate das teorias alternativas, por sua vez, consiste na discussão de aspectos determinantes do endividamento das empresas.

A seguir são apresentados alguns dos estudos de maior magnitude na pesquisa referente à estrutura de capital. Primeiramente são abordadas as pesquisas realizadas por Modigliani e Miller, bem como suas implicações e contribuições para os estudos realizados a partir de seus achados; e, posteriormente, teorias com foco na assimetria informacional e custos de agência. Por fim, são discutidos os fatores que levam as empresas a alterar sua estrutura de capital, entre eles, a adequação à norma internacional de divulgação de informações.

3.1 RETROSPECTIVA HISTÓRICA DA ESTRUTURA DE CAPITAL E A TEORIA DO *TRADE-OFF*

A formulação explícita da estrutura de capital das empresas, por meio de uma política de endividamento foi desenvolvida a partir do estudo de Modigliani e Miller (1958), antes disso, predominava o consenso de que investimentos mais arriscados exigiriam retornos maiores, evidência que, para Famá e Grava (2000), era também observada nos mercados financeiros e de capitais.

Por consequência, o estudo de Modigliani e Miller (1958), intitulado “*The Cost of Capital Corporation Finance and the Theory of Investment*”, reconhecido como um marco importante no estudo da teoria moderna de finanças, é considerado um divisor de águas no que tange à pesquisa sobre a estrutura de capital. O teorema de M&M é estabelecido por meio de uma hipótese de mercado perfeito, na qual um conjunto de pressupostos simplificadores da realidade são aplicados, entre eles a ausência dos custos de transação, simetria informacional, capacidade ilimitada de endividamento de empresas e indivíduos, ausência de impostos, entre outros.

Sob essas condições, a abordagem de M&M parte do princípio de que a política de financiamento adotada pela empresa é irrelevante desde que ela mantenha sua distribuição de fluxos de caixa constante. A suposição da irrelevância da estrutura de capital surge por meio da constatação de que a empresa é constituída por um conjunto de ativos que apresentam determinada capacidade de geração de receita em um determinado nível de risco, o qual, segundo estes autores, não é influenciado pelas fontes de recursos que financiam os ativos. O princípio defendido por M&M parte de um modelo composto de duas proposições, as quais contrariavam o senso comum, predominante até então, de que, se o custo do capital de terceiros for menos oneroso que o do capital próprio, as empresas optariam pela utilização de maiores níveis de endividamento, reduzindo o custo médio ponderado de capital. Assim, para M&M, adversamente, o custo de capital global se manteria inalterado, havendo alterações somente no custo do capital próprio.

A primeira proposição argumenta que a proporção de capital de terceiros e próprio utilizados pela empresa é irrelevante se analisado seu efeito para o valor de mercado de tal empresa, dessa forma, o valor de uma empresa alavancada deveria ser igual ao de uma empresa não alavancada. Na situação oposta, seria possível um investidor comprar e vender ações e títulos de forma a trocar seu rendimento atual por um mais vantajoso, semelhante em todos os aspectos, mas vendendo por um preço mais baixo. Assim, à medida que os investidores explorassem essas oportunidades de arbitragem, o valor das ações sobrevalorizadas cairia e o das ações subvalorizadas tenderia a subir, eliminando a discrepância entre os valores de mercado das empresas (MODIGLIANI e MILLER, 1958).

A suposta irrelevância das fontes de capital defendida pelos autores é obtida por meio da Equação (11).

$$V_j = (S_i + D_i) = \frac{\overline{X}_j}{\rho_k} \text{ para qualquer empresa } j \text{ da classe } k \quad (11)$$

Onde, V_j : Valor de mercado da empresa; S_i : Valor de mercado do capital próprio da empresa; D_i : Valor de mercado da dívida da empresa; \overline{X}_j : Retorno esperado dos bens da empresa, e; ρ_k : Taxa de retorno esperada para qualquer ação.

Em suma, por meio de sua primeira proposição, M&M argumentam ser o valor de mercado de qualquer empresa independente da sua estrutura de capital, sendo formado pela capitalização do seu retorno esperado à taxa apropriada para sua classe, em que duas empresas idênticas, exceto na forma como estruturam sua política de financiamento, podem arbitrar se o valor das mesmas não for igual.

Na segunda proposição, M&M defendem o argumento que o rendimento esperado de uma empresa é igual à taxa de capitalização apropriada para um fluxo de capital, acrescido do prêmio de risco financeiro igual a dívida ou capital próprio, multiplicado pelo *spread* entre a taxa esperada de rendimento da ação, e a rentabilidade esperada da dívida. Resumidamente, para que o custo médio ponderado de capital permanecesse constante, conforme sugerido pela proposição I, seria necessário que o custo de capital próprio aumentasse proporcionalmente à redução sugerida pelo maior uso de capital de terceiros, conforme exposto pela Equação (12).

$$i_j = \rho_k + (\rho_k - r) \frac{D_i}{S_i} \quad (12)$$

Onde, i_j : Taxa de retorno esperada da ação de qualquer empresa j ; ρ_k : Taxa de retorno esperada para qualquer ação na classe k ; r : Taxa de retorno esperada da dívida; D_i : Valor de mercado da dívida da empresa; S_i : Valor de mercado do capital próprio da empresa. Assim, a rentabilidade dos títulos de uma empresa cresce de maneira linear com seu endividamento e, portanto, quanto maior a rentabilidade esperada da dívida, maior a rentabilidade do capital próprio.

Embora suas proposições tenham revolucionado a maneira como os problemas financeiros eram pensados até então, o raciocínio apresentado por M&M contrariava o senso comum. Diante disso, Modigliani e Miller (1958) afirmaram que as proposições desenvolvidas,

no que se refere à avaliação das empresas e das ações, parecia estar substancialmente em desacordo com as premissas para a época no campo das finanças.

Críticas pautadas nos argumentos auferidos por M&M de que o processo de arbitragem forçaria a equivalência de valores sob a existência de impostos e a inexistência de um mercado perfeito, os influenciaram para que, em 1963, os autores apresentassem uma nova versão de suas pesquisas reconhecendo a dedutibilidade dos juros na apuração do Imposto de Renda (IR).

Os autores iniciaram a apresentação das suas novas constatações com trecho do texto publicado em seu primeiro estudo, segundo Modigliani e Miller “... *the Market values of firms in each class must be proportional in equilibrium to their expected return net of taxes (that is, the sum of the interest paid and expected net shareholder income)...*”. Reconhecendo que o trecho estava incorreto, os autores afirmam:

“In fact, it can be shown – and this time it really will be shown – that ‘arbitrage’ will make values within any class a function not only of expected after-tax returns, but of the tax rate and degree of leverage. This means, among other things, that the tax advantages of debt financing are somewhat greater than originally suggested...”

Neste segundo estudo, seus achados reconhecem os benefícios fiscais da utilização da alavancagem financeira. Modigliani e Miller (1963) expõem que, quando o risco aumenta por meio da maior parcela de capital de terceiros na estrutura de capital de uma empresa, os acionistas exigem maior retorno do capital investido, no entanto, devido à dedutibilidade do IR do capital de terceiros, o custo médio ponderado de capital das fontes utilizadas pela empresa reduz e, em consequência, o valor da empresa aumenta, atendendo à exigência de seus acionistas. Para Famá e Grava (2007), as empresas deveriam trabalhar com parcelas significativas de dívida por conta da vantagem fiscal decorrente da remuneração dos juros, dedutíveis do IR, o que não acontece com os fluxos de caixa pagos aos acionistas.

Estudos posteriores passaram a focar na relevância dos impostos na forma como as empresas se estruturam, o que conforme Kraus e Litzenberger (1973, p.911) é justificado pelo fato de que “a tributação dos lucros corporativos e a existência de custos de falências podem ser consideradas imperfeições de mercado diretamente relacionadas à avaliação da estrutura de capital em uma empresa”. A combinação das economias fiscais obtidas por meio da utilização das dívidas, bem como os custos de falências associados ao endividamento, deu origem a uma das teorias de maior relevância de estrutura de capital, a teoria do *Trade-Off*.

Kraus e Litzenberger (1973), considerados precursores no estudo do tema, afirmaram que, o cerne da teoria do *Trade-Off* está relacionado aos ganhos auferidos pela empresa ao se endividar, visto que a alavancagem financeira diminui o passivo do IR e aumenta seus lucros

operacionais após o imposto. Os autores sustentam o argumento que o ganho obtido pela utilização da dívida obtido por meio da dedução fiscal é determinado pelo *mix* de financiamento utilizado pela empresa, o qual também determina os níveis de insolvência desta e as penalidades relacionadas, estando, portanto, as questões de estrutura de capital ótima diretamente relacionadas ao nível de dívida utilizado pela empresa.

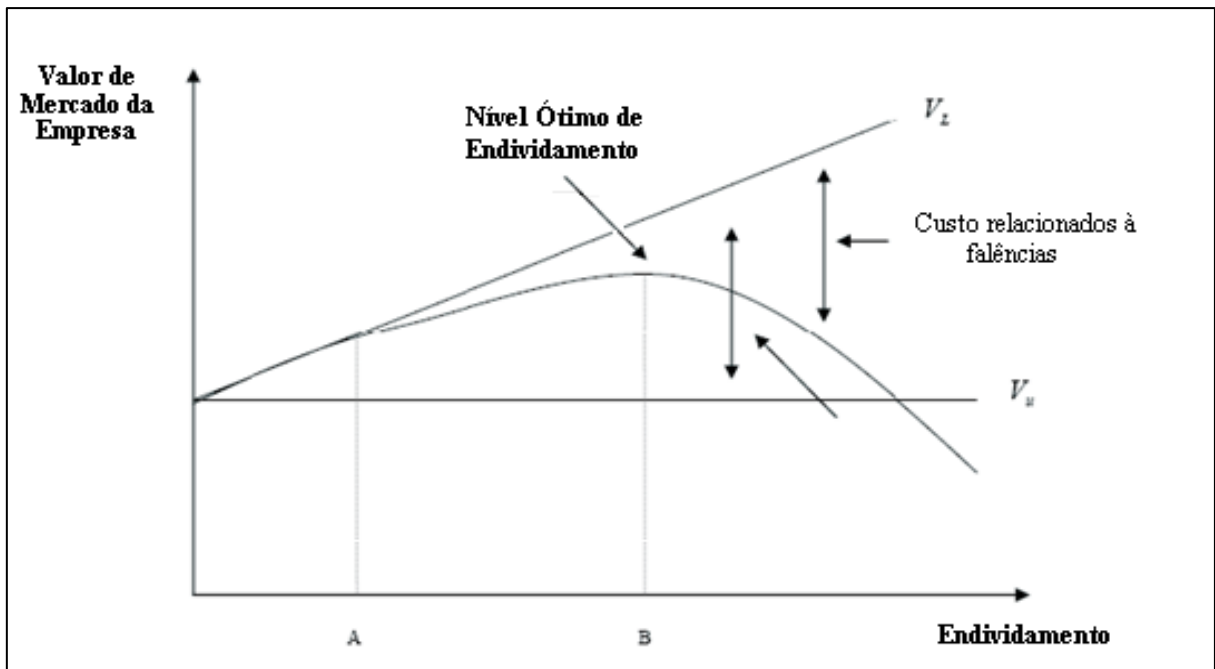
Ao comentar“... *the market value of a levered firm is shown to equal the unlevered market value, plus the corporate tax rate times the market value of the firm's debt, less the complement of the corporate tax rate times the present value of bankruptcy costs..*”, os argumentos de Kraus e Litzenberger (1973), permitem a conclusão que o ponto ótimo da estrutura de capital poderia ser alcançado por meio de um *trade-off* entre os custos e benefícios da utilização da dívida, desde que mantidos constantes os valores dos ativos e planos de investimento. Devendo a empresa, portanto, substituir, progressivamente, dívida por capital próprio ou capital próprio por dívida, até que seu valor seja maximizado (MYERS, 1984).

A Figura 1 evidencia tal suposição, na qual a utilização de capitais próprios (V_L) acarreta um menor valor de mercado para a empresa, se comparado à utilização do capital de terceiros, proveniente de dívida (V_u). Assim, empresa deve escolher pela alavancagem por meio da dívida até o momento em que seu valor de mercado é maximizado (B), dessa forma, o ponto ótimo seria obtido quando o acréscimo marginal do valor da empresa ainda é crescente com o aumento do endividamento.

Em suma, para Shyam-Sunder e Myers (1999), é possível equiparar os benefícios e os custos da alavancagem, fazendo com que a empresa aumente seu valor. Os benefícios da alavancagem, para Fama e French (2002), incluem a dedutibilidade fiscal dos juros e a redução dos problemas de fluxo de caixa. Os custos de dificuldades financeiras, por sua vez, incluem custos legais e administrativos de falência, custos de agência, risco moral e custos de monitoramento e contratação da dívida, os quais podem reduzir o valor da empresa (MYERS, 1984).

Ainda de acordo com Myers (1984), os custos de dificuldades financeiras suportam duas observações, a primeira delas afirma que empresas mais arriscadas devem tomar menos dívida, arriscando-se menos. Isso porque, quanto maior a taxa de variação do valor de mercado da empresa, maior a probabilidade de *default* da dívida. Contrariamente, empresas mais seguras seriam capazes de se endividar mais, até que o custo das dificuldades financeiras compense os benefícios da dívida.

Figura 1- Efeito do endividamento sobre o valor da empresa



Fonte: Adaptado de Modigliani e Miller (1963).

Seu segundo argumento está pautado na afirmação de que, empresas com mais ativos tangíveis e maiores oportunidades de crescimento tendem a apresentar maior perda de valor de mercado ao apresentarem dificuldades financeiras, assim, estas tenderiam a possuir menor capacidade de financiamento, se comparada às com menores níveis de tangibilidade. Contrariando esse argumento, Jõeveer (2013) defende que empresas de maior porte, cuja parcela de ativos tangíveis é maior, tendem a apresentar níveis mais altos de rentabilidade, o que as leva a usufruir de benefícios fiscais da dívida mais consistentes, o que as influencia a ter maior alavancagem.

Cabe ressaltar, no entanto, que o autor reconhece que os benefícios auferidos estão diretamente relacionados com a taxa de impostos e, conseqüentemente, alterações nesta taxa podem implicar em maiores ou menores benefícios fiscais. Tal discussão decorre do fato que empresas que apresentam essas características podem captar recursos externos com maior facilidade por utilizá-las como garantia de cumprimento.

Embora defenda a existência de uma estrutura ótima de capital, os pressupostos da teoria do *Trade-Off* passam a ser questionados, devido principalmente, à relação positiva existente entre a utilização da dívida e os riscos de falência, não considerados por esta, abrindo brecha

para questionamentos, já que os níveis reais de endividamento variam entre empresas, mesmo elas sendo similares, visto que as decisões de endividamento envolvem particularidades ainda não reconhecidas ou analisadas até então. Tal discussão motivou a concepção de diversos estudos, os quais avaliam os demais pressupostos teóricos da estrutura de capital das empresas, dentre eles, a assimetria de informações e os custos relacionados ao problema de agência.

3.2 A ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO E A ESTRUTURA DE CAPITAL: TEORIA DO *PECKING ORDER*

Fundamentada na incapacidade dos modelos clássicos de explicar com precisão quais fatores influenciariam na forma como as empresas estruturam sua política de financiamento, as pesquisas passaram a incorporar diferentes atributos como possíveis determinantes do grau de alavancagem utilizado pelas empresas, entre eles a assimetria de informações. A qual, de maneira genérica, consiste na situação em que agentes internos (*insiders*) possuem mais informações sobre determinados prospectos que os agentes externos (*outsiders*), utilizando-as em benefício próprio.

As pesquisas passaram a incorporar, portanto, os diferentes níveis de informações existente entre esses agentes e sua influência na emissão de títulos, contratação de dívidas e utilização de lucros retidos para financiamento, uma vez que, ao constituir sua estrutura de capital, as empresas são diretamente afetadas por problemas relacionados à existência de diferentes níveis de informação, o que de maneira geral, prejudica a precificação externa de seus ativos.

O foco desses estudos é pautado no problema de seleção adversa, discutido por Akertlof (1970), o qual argumenta que, na existência da assimetria de informação, uma das partes envolvidas possui informações que a outra desconhece, e conseqüentemente, as utiliza para auferir benefícios privados, e ainda, que os agentes que não possuem informações corretas sobre os bens vendidos, tendem a avaliá-los por um valor médio de mercado.

Pesquisas com foco nos diferentes níveis de informações detidos pelos agentes iniciaram em meados dos anos 70 por meio da realização das pesquisas de Donaldson (1961), Ross (1977) e Leland e Pyle (1977), no entanto, ganharam mais ênfase por meio do estudo de Myers e Majluf (1984).

A informação assimétrica passou a ganhar maior campo de pesquisa por meio da realização do estudo denominado “*Corporate Financing and Investment Decisions when firms have Information that Investors do not have*”, a qual deu origem à Teoria do *Pecking Order*, de

Myers e Majluf (1984), cujas hipóteses já haviam sido apresentadas anteriormente, na pesquisa de Donaldson (1961), no entanto, discutidas com menor ênfase.

As informações assimétricas, de acordo com Myers (1984), afetam a tomada de decisão empresarial no momento em que é realizado um investimento e, portanto, podem explicar algumas opções de financiamento corporativo como tentativa para evitar os problemas relacionados à avaliação empresarial e os motivos pelos quais empresas mais lucrativas costumam utilizar níveis mais baixos de endividamento.

Supondo a possibilidade de um determinado investimento e a criação de valor para a empresa, Myers e Majluf (1984) afirmam que, com base nos pressupostos da teoria financeira, a empresa tenderia avaliar a oportunidade de investimento como se já tivesse capital suficiente para tal, já que em um mercado de capitais eficiente, os títulos poderiam ser vendidos a um preço justo no qual o valor presente líquido da venda é sempre zero, porque o dinheiro arrecadado equilibraria exatamente o valor presente do passivo criado. Assim, o consenso presente até então era que, desde que o valor presente líquido (VPL) do investimento fosse positivo, independentemente da fonte de capital utilizada, seja recursos próprios ou a emissão de dívidas, a empresa deveria aceitá-lo.

No entanto, em um contexto real, no qual a assimetria de informações prevalece, e portanto, *insiders* (administradores e acionistas antigos) possuem um maior nível de informações que *outsiders* (novos acionistas ou *stakeholders*), os quais por possuírem menos informações, desconhecariam o real valor dos ativos vendidos no mercado e tenderiam a avaliá-los por um valor médio ou abaixo do de mercado, acarretando perdas para a empresa.

A situação apresentada acima exemplifica o argumento defendido pela teoria do *Pecking Order* de que, com base na informação transmitida ao mercado por cada tipo de título emitido, é necessária a avaliação de agentes externos à organização. A avaliação externa desses agentes é o principal aspecto considerado pela teoria, a qual propõe que a empresa deveria seguir uma ordem hierárquica da utilização das fontes de financiamento dando preferência, primeiramente, pelos recursos internos - oriundos de lucros retidos, em segundo lugar, recursos captados por meio de dívida e, como última opção, os recursos provenientes da emissão de ações. Albanez (2012) afirmam ser a escolha pela utilização de recursos internos devido à menor sensibilidade a informações.

Com base na hierarquia de financiamento, a utilização de recursos internos evitaria a avaliação de agentes externos à empresa, propiciando um maior nível de simetria entre as informações detidas pelos agentes e, por consequência, uma avaliação mais acurada desta. A

segunda fonte de capital, emissão de novas dívidas, para Myers (1984), sinalizaria uma informação positiva ao mercado, como por exemplo, oportunidades de crescimento e capacidade de financiamento junto a credores. Além disso, devido ao alto nível informacional exigido por credores para evitar erros no processo de avaliação da empresa, a vantagem informacional de *insiders* tenderia a ser reduzida.

A emissão de ações, por sua vez, deveria ocorrer somente se a empresa já possuísse um elevado nível de endividamento, visto que, de forma contrária à dívida, a emissão destas sinalizaria situação negativa, pois segundo a teoria, os administradores agem em benefício dos acionistas atuais da empresa e, portanto, eles se recusariam a emitir ações se estas forem subavaliadas, o que, em consequência, reduziria o valor dos acionistas. Conforme Myers (2001), quanto maior o nível de assimetria informacional existente, maior a diferença entre o valor real do título e seu valor de mercado pois, por não possuírem informações acuradas, os agentes externos os precificariam por um valor médio de mercado.

Ao analisar a hierarquia proposta pela teoria, é notável que, embora seus pressupostos não enfatizem um nível ótimo de capital ser utilizado, torna-se evidente que determinada empresa pode reduzir seu custo global de capital ao utilizar a maior parcela de recursos internos possível, possibilitando a conclusão de que, quanto mais lucrativa for uma empresa, mais recursos internos disponíveis para financiar seus projetos ela terá e, quanto menos lucrativas, maior a parcela de financiamento externo a ser utilizado.

Ao questionar algumas lacunas existentes na teoria, Myers (1984) apresentou, posteriormente, a “*Modified Pecking Order*”, também baseada nas informações assimétricas, que adicionalmente, considera elementos da teoria do *Trade-Off*, cujo suporte empírico é consistente. A nova proposta da teoria considera quatro aspectos principais. O primeiro deles baseia-se no argumento de que as empresas devem evitar financiar seus investimentos por meio da emissão de ações ou outros títulos de alto risco e, conseqüentemente, cair no dilema do sub-investimento, aceitando projetos cujo VPL é positivo por meio de ações subvalorizadas. O segundo argumento determina que as empresas estabelecem níveis de pagamento de dividendos para que a necessidade de recursos para investimentos possa ser atendida com fundos gerados internamente.

No terceiro é argumentado que a empresa também pode planejar cobrir parte dos gastos de investimento com novos empréstimos, no entanto, deve tenta restringir o uso da dívida por dois motivos: primeiro, para evitar quaisquer custos de dificuldades financeira e; segundo, para manter a folga financeira sob a forma de capacidade de financiamento, o que significa poder emitir dívidas seguras se for necessário. Por fim, o autor argumenta que, uma vez que o

pagamento de dividendos é obrigatório e as oportunidades de investimento flutuam em relação ao fluxo de caixa interno, a capacidade da empresa de emitir dívidas livre de risco, com o tempo, se esgotará. Quando isso acontece, a empresa se volta à emissão de títulos menos arriscados primeiro - por exemplo, dívidas de menor risco ou títulos conversíveis, antes da emissão de ações. Em síntese, conforme Myers (1984), a *Modified Pecking Order* passa a incorporar, além da assimetria informacional, os custos de dificuldades financeiras.

3.3 EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS DA TEORIA DO *TRADE-OFF* E *PECKING ORDER*

Frente à relevância da estrutura de capital e grande variedade de trabalhos realizados com foco em testar as teorias acerca do tema, este tópico apresenta alguns dos trabalhos realizados de maior destaque em âmbito internacional; assim como pesquisas cujo foco foi avaliar os pressupostos das teorias apresentadas até então no contexto nacional.

A aplicação dos pressupostos teóricos apresentados pelas teorias do *Trade-Off* e *Pecking Order*, as quais defendem a existência de uma estrutura ótima de capital alcançada por meio da minimização do custo de capital e, uma hierarquia de utilização das fontes de recursos disponíveis, respectivamente, tomou força mediante a realização de um dos trabalhos mais influentes ao contrastar ambas as teorias, o de Shyam-Sunder e Myers (1999).

Com o objetivo de testar as teorias tradicionais de estrutura de capital contra a alternativa do *Pecking Order*, Shyam-Sunder e Myers (1999) justificaram a execução da pesquisa devido ao fato de que, embora a literatura empírica parecesse contrastar ambas as teorias, nenhum dos estudos realizados até então havia comparado o poder explicativo delas por meio de testes estatísticos com maior poder de explicação. Objetivando o alcance do objetivo proposto, foram utilizados dados da base Compustat no período compreendido entre 1971 e 1989, os quais, devido às especificações da amostra, totalizou 157 empresas.

Os resultados obtidos por Shyam-Sunder e Myers (1999) foram: 1) a teoria do *Pecking Order* descreve de melhor maneira as fontes de recursos utilizados pelas empresas, as quais, mediante o esgotamento dos recursos externos para financiamento, optam pela emissão de dívida à ações; 2) o modelo de ajuste ao nível de dívida apresentou bons resultados quando testado separadamente; 3) ao analisar os modelos de ambas as teorias conjuntamente, os coeficientes e a significância do modelo do *Pecking Order* não apresentaram alterações consideráveis, no entanto, a performance de ajuste do modelo foi reduzida; 4) as empresas demonstraram financiar suas necessidades de capital por meio da captação de dívida; 5) as

simulações mostraram que os modelos ajustados ao nível não são rejeitadas nem sequer quando falsas.

Ao expor as fragilidades do modelo proposto por Shyam-Sunder e Myers (1984), principalmente no que tange ao teste proposto para a teoria do *Pecking Order*, Chirinko e Singha (2000) discutiram a necessidade de testes alternativos para identificar os determinantes da estrutura de capital das empresas ao identificarem três falhas do modelo para o déficit de fundos. Os quais, conforme discutido, não apresentaram poder explicativo para nenhuma das teorias, *Pecking Order* e *Trade-Off*.

Hovakimian *et al.* (2001) testaram a hipótese de que as empresas se movem em direção a um determinado nível de endividamento ao levantar capital ou recomprar ativos já existentes, os quais, diferentemente da literatura, encontraram evidências de que as empresas alteram seus níveis de endividamento ao longo do tempo. Isso porque segundo Myers (1984) e Myers e Majluf (1984) as empresas consistem em ativos e oportunidades de crescimento, variantes ao longo do tempo, o que, portanto, influenciaria o endividamento ótimo da empresa e a forma como ela deveria ser financiada.

Para a obtenção dos resultados, foi utilizado um modelo em dois estágios. O primeiro deles consistiu na estimação do índice de endividamento por meio da regressão dos coeficientes de endividamento. Em um segundo estágio, foi utilizado o índice de endividamento como uma proxy para o endividamento ótimo da empresa. Os resultados evidenciaram que, embora as considerações sobre a *Pecking Order* afetassem os coeficientes de endividamento no curto prazo, as empresas tiveram maior tendência a fazer escolhas de financiamento que as movessem à proporções de dívida consistentes com modelos de *Trade-Off*, visto que, empresas mais lucrativas têm, em média, menores índices de alavancagem, mas que no entanto, estão mais propensas a emitir dívida do que a capital. Esse comportamento, segundo os autores, apresentou consistência com o fato de que empresas mais lucrativas se tornam subavaliadas e que suas escolhas de financiamento tendem a compensar essas mudanças impulsionadas pelos lucros em suas estruturas de capital.

Ficou evidente ainda que, empresas com preços de ações mais altos (em relação a seus preços de ações, valores contábeis ou lucros no passado) tiveram maior probabilidade de emitir ações do que dívidas e recomprar dívidas em vez de ações, descoberta consistente com os modelos de *Trade-Off*, assumido-se que as empresas cujos ativos foram avaliados por preços mais altos, apresentaram melhores oportunidades de crescimento.

De forma semelhante, ao questionar os resultados obtidos por Shyam-Sunder e Myers (1999), cujo foco foi a análise da captação de recursos por meio de uma amostra restrita,

composta por 157 empresas, Fama e French (2002) testaram o poder explicativo das teorias do *Trade-Off* e *Pecking Order* sobre a alavancagem e pagamento de dividendos para mais de 3.000 empresas no período abrangente entre 1965 e 1999. Segundo os autores, além de ampliar a amostra e o enfoque da pesquisa, estes acrescentaram à literatura ao analisar a inclinação média anual dos determinantes do endividamento e pagamento dos dividendos e não somente a análise de regressões *cross section*.

Tendo como principais variáveis explicativas a rentabilidade, as oportunidades de investimento, a proteção fiscal e a volatilidade e, como variáveis dependentes, a alavancagem contábil e de mercado e *payout*, seus principais resultados foram divididos em dois focos: alavancagem e dividendos.

No que tange à alavancagem, ao questionarem qual das teorias explicaria de melhor forma o seu comportamento, Fama e French (2002) encontraram que, conforme previsto pela *Pecking Order*, empresas com níveis mais altos de rentabilidade possuem menor alavancagem, tanto contábil quanto de mercado. Além disso, conforme previsto por ambas teorias, foi obtida relação negativa entre alavancagem e oportunidades de investimento. Quanto ao porte, empresas maiores apresentaram resultados e fluxos de caixa menos voláteis e, maior alavancagem por possuírem maior capacidade de financiamento. No entanto, ao encontrar fraca relação entre a amostra estudada e níveis alvos de endividamento, os autores concluíram pelo maior suporte do modelo do *Pecking Order*.

Em seguida, Frank e Goyal (2003), analisaram os pressupostos teóricos da teoria do *Pecking Order* e seu poder de explicação no comportamento de empresas americanas de capital aberto de 1971 a 1998. A análise foi fundamentada em três aspectos, o primeiro deles relacionado aos padrões de atividades de financiamento; em segundo, as implicações da teoria no contexto analisado por Shyam-Sunder e Myers (1999) e; por fim, a relação das empresas que sofreram problemas de seleção adversa severa e sua adequação à hierarquia proposta.

Seus achados, de maneira geral, contrariaram os pressupostos da teoria do *Pecking Order*, visto que, entre as empresas analisadas, as com menor oportunidades de crescimento e, por consequência, que enfrentaram maiores problemas relacionados à assimetria de informações, não se comportaram conforme a hierarquia proposta por esta teoria, sendo observado um comportamento tendencioso de maior emissão de ações, se comparado à dívida, conforme apregoadado pelo modelo do *Trade-Off*.

Fundamentado nas evidências empíricas encontradas anteriormente, assim como a capacidade de financiamento das empresas, o estudo de Lemmon e Zender (2004) analisou

empresas no período de 1971 a 2000 por meio das informações coletadas no CRSP e Compustat, cujo resultado apresentou maior suporte da teoria do *Pecking Order*.

Os autores argumentam que, com base no teste realizado por Shyam-Sunder e Myers (1999), a teoria do *Pecking Order* evidenciou melhor descrição do comportamento da dívida na análise *cross-section*, visto que os recursos gerados internamente foram utilizados prioritariamente. Mediante a necessidade de utilização de recursos externos, as empresas preferiram a emissão de dívida às ações. Empresas sem restrições devido à capacidade de endividamento usaram, principalmente, a dívida para cobrir seu déficit de financiamento e para as empresas restritas forte dependência pela emissão de ações (LEMMON e ZENDER, 2004).

Ao considerar os custos de ajustamento sobre política de financiamento Leary e Roberts (2005) buscaram testar a teoria do *Trade-Off* com base nos custos de ajustamento pagos pelas empresas ao examinar as decisões de financiamento em um modelo dinâmico. Os autores buscavam responder às questionamentos relacionados ao comportamento financeiro das empresas e sua relação com a literatura acerca dos custos de ajustamento; decisões por meio de uma alavancagem dinâmica e; identificar as implicações do ajuste para a alavancagem com base nas evidências empíricas.

Seus principais resultados mostraram que as empresas respondem a mudanças no seu valor devido a choques nos preços ou emissão de ações, ajustando sua alavancagem no período entre dois a quatro anos após a mudança. Para Leary e Roberts (2005) a presença dos custos de ajustamento, muitas vezes, impede que a empresa altere instantaneamente sua estrutura de capital, o que torna persistente o efeito dos choques, tal inferência os leva à conclusão que a persistência em manter determinada estrutura de capital esteve correlacionada positivamente com os custos incorridos.

Com foco de analisar as maiores empresas chinesas listadas na bolsa, Tong e Chen (2005) contrastaram ambas teorias por meio de análises de três modelos pautados nas pesquisas de Allen (1993) e Baskin (1989): i) os determinantes da alavancagem, modelo no qual os resultados evidenciaram correlação negativa significativa; ii) a relação entre alavancagem e dividendos, que apresentou correlação positiva e estatisticamente significativa; e; iii) os determinantes do investimento corporativo, considerado inconclusivo. Seus resultados levaram ao suporte da teoria do *Pecking Order* e demonstraram que um modelo convencional de estrutura de capital pode explicar o comportamento dos níveis de dívida das empresas que compuseram a amostra.

Kayhan e Titman (2007), ao utilizar variáveis históricas, como fluxos de caixa, gastos com investimento e valor da ação, buscaram evidenciar sua influência nos níveis de

endividamento das empresas pertencentes à base de dados Compustat no período compreendido entre 1960-2003. Seus resultados indicaram relação substancial entre a escolha das fontes de financiamento e as variáveis históricas, as quais tendem a desviar a empresa do nível alvo de endividamento.

Com o objetivo de responder questões relacionadas a compreensão das decisões de estrutura de capital, Lemmon *et al.* (2008) examinaram a evolução da distribuição transversal dos índices de alavancagem em uma amostra de empresas do Compustat no período entre 1965 e 2003, analisando suas implicações para as teorias da estrutura de capital, bem como resultados empíricos anteriores. Em linhas gerais, os resultados apontaram para um nível de persistência maior que o esperado da forma como a empresa se estrutura, mostrando duas características até então não explicadas previamente por variáveis de controle (tamanho, rentabilidade, *market-to-book*, efeitos industriais, entre outros) e mudanças na composição da amostra.

Algumas pesquisas, de forma contrária a grande maioria das evidências empíricas encontradas acerca do tema cujo foco são empresas de grande porte com ativos negociados em bolsas de valores, voltaram-se à análise dos fatores que influenciam a aquisição de capital de empresas de menor porte, como as pequenas e médias empresas (PMEs). O estudo de Lopez-Garcia e Mira (2008) investigou a influência das teorias do *Trade-Off* e *Pecking Order* para uma amostra de 3.569 PMEs. Seus resultados evidenciaram os pressupostos de ambas as teorias. Apesar de apresentar maior consistência com o argumento de que as empresas hierarquia de financiamento, proposta pela teoria do *Pecking Order*.

Em estudo semelhante, Serrasqueiro *et al.* (2011), cujo foco foi analisar a estrutura de PMEs prestadoras de serviços, encontram resultados contrastantes se comparados as de pesquisas cujo foco são companhias de capital aberto. Ao contrastar os resultados das PMEs ao das companhias de grande porte, foram obtidas diferenças substanciais no que tange à contratação de dívida dessas empresas, cujas pressimas apresentaram relação com os pressupostos da teoria do *Pecking Order*. Sendo seus resultados pautados em três observações.

A primeira delas consistiu no argumento de que as PMEs são mais suscetíveis à situações de déficit financeiro se comparado às demais empresas, ficando ainda evidente que o ajuste dos níveis de dívida em relação ao endividamento ótimo foi mais lento que as demais empresas, isso porque as PMEs enfrentam maiores custos de transação na obtenção de recursos. Por fim, o tamanho e a tangibilidade dos ativos das PMEs apresentaram maior importância em comparação a outros tipos de empresas, o que, de acordo com Serrasqueiro *et al.* (2011), se

justifica pela sua importância para atenuar problemas relacionados à assimetria informacional entre os proprietários/gerentes das PME's e seus credores.

Também com foco nas PME's, Serrasqueiro e Caetano (2015), mais recentemente, tiveram como foco a análise de empresas portuguesas e a relação com os pressupostos das teorias do *Trade-Off* e *Pecking Order*. Seus achados evidenciaram que as empresas mais lucrativas e antigas recorreram a menores níveis de dívida, conforme a teoria do *Pecking Order*, no entanto, as PME's de maior porte recorreram a maiores níveis de alavancagem, ajustando-o em relação a um nível ótimo de endividamento, conforme sugerido pela teoria do *Trade-Off*.

Campos e Nakamura (2015), ao admitir que o endividamento das empresas tem grande influência na oferta de recursos por credores e investidores, os quais avaliam a exposição e risco e, que as empresas de um determinado setor gerenciam sua estrutura de capital em torno do endividamento do setor, denominado folga financeira, avaliaram o papel da folga financeira como uma medida de endividamento relativo e setorial sobre o rebalanceamento da estrutura de capital das empresas. A amostra investigada abrangeu um período de vinte anos, o qual contou com dados de empresas da base compustat.

Os resultados evidenciaram que os provedores de recursos controlaram a oferta por capital ao gerenciar suas exposições e riscos, condicionando a estrutura de capital a de seus pares por representarem riscos semelhantes ao longo de um determinado período. Dessa forma, a empresa tende a acompanhar o nível de alavancagem do setor, porém, revertem sua tendência em um período de dois anos (CAMPOS e NAKAMURA, 2015)

Mediante a obtenção de resultados contrastantes com suporte em ambas as teorias, o Quadro 2, apresentado abaixo, apresenta as principais evidências encontradas pelos estudos descritos anteriormente.

Quadro 2 - Teorias do *Trade-Off* e *Pecking Order*: Principais evidências empíricas no contexto internacionais

Autores	Objetivo do Estudo	Relação Encontrada	
		TO	PO
Shyam-Sunder e Myers (1999)	Testar as teorias tradicionais de estrutura de capital contra a alternativa do <i>Pecking Order</i> .		X
Chirinko e Singha (2000)	Analisar o poder dos testes propostos por Shyam-Sunder e Myers (1999)	n.e.	n.e.
Hovakimian et al. (2001)	Identificar se as empresas se movem à um nível estipulado de endividamento.	X	x
Fama e French (2002)	Testar o poder explicativo das teorias do <i>Trade-Off</i> e <i>Pecking Order</i> .	X	X
Frank e Goyal (2003)	Testar os pressupostos teóricos da teoria do <i>Pecking Order</i> .	X	
Lemmon e Zender (2004)	Testar as teorias do <i>Trade-Off</i> e <i>Pecking Order</i> com base na capacidade de financiamento.		X
Leary e Roberts (2005)	Examinar a teoria do <i>Trade-Off</i> com base nos custos de ajustamento.	n.e.	
Tong e Green (2005)	Analisar a influência de ambas teorias os determinantes da alavancagem, a relação entre alavancagem e dividendos e, os determinantes do investimento corporativo.		X
Kayhan e Titmam (2007)	Analisar a influência de variáveis históricas (fluxo de caixa, gastos com investimento e valor da ação) nos níveis de alavancagem da empresa.	X	
Lemmon et al. (2008)	Analisar os determinantes das variações do endividamento das empresas.	X	
Lopez-Garcia e Mira (2008)	Testar os pressupostos das teorias do <i>Pecking Order</i> e <i>Trade-Off</i> para as PMEs.	X	X
Serrasqueiro et al. (2011)	Estudar a estrutura de capital das PMEs prestadores de serviços.		X
Serrasqueiro e Caetano (2015)	Testar as evidencias das teorias do <i>Trade-Off</i> e <i>Pecking Order</i> nas PMEs portuguesas.	X	X
Campos e Nakamura (2015)	Investigar o papel da folga financeira no endividamento relativo e setorial das empresas.	n.e.	

Em que: TO – teoria do *Trade-Off*; PO – teoria do *Pecking Order*; X - indica relação forte ou direta com a teoria; x - indica relação fraca ou indireta com a teoria; n.e. – não foi encontrada relação com as teorias.

Fonte: Elaborada pela autora

A temática de pesquisa relacionada ao confronto das duas teorias de maior relevância no estudo da estrutura de capital, *Trade-Off* e *Pecking Order*, conforme exposto, despertou interesse de pesquisas internacionais, tendência também observada na literatura nacional sobre o tema. A seguir são apresentadas as pesquisas que relacionam ambas as teorias cujo foco são empresas brasileiras, sobremaneira, as de capital aberto.

Dentre os estudos de maior relevância, tem-se a pesquisa realizada por Brito e Lima (2005) os quais objetivaram o estudo da importância da origem dos controladores (privado ou público nacional ou com participação estrangeira) na forma como as empresas estruturam seu capital para uma amostra de empresas brasileiras compreendidas entre 1995 e 2001. O foco da

pesquisa, relacionado ao fato de o mercado acionário brasileiro ser considerado um ambiente de fraca proteção legal, na qual, conforme La Porta *et al.* (1998), permite que o controlador ofereça um colateral fiduciário ao investidor externo à firma por meio do fraco arcabouço jurídico contra a expropriação dos direitos dos minoritários.

A aplicação do modelo, ao considerar simultaneamente as variáveis tangibilidade, crescimento, rentabilidade e risco, indicaram a não relevância da origem do controle, na qual as empresas de controle nacional privado apresentaram maiores níveis de alavancagem, se comparado às públicas nacionais ou de controle estrangeiro. Além disso, as evidências apresentaram suporte em ambas as teorias, devido à relação positiva encontrada entre a tangibilidade e o endividamento, conforme a teoria do *Trade-Off*; contrariamente, a relação negativa entre a rentabilidade e o crescimento evidenciou que empresas de maior porte tendem a utilizar menores níveis de dívida, dando suporte à teoria do *Pecking Order*.

Brito e Silva (2005) ao analisar 111 empresas brasileiras de capital aberto de 1995 a 2001 encontraram que, embora a legislação seja favorável à distribuição de dividendos, as empresas brasileiras distribuem uma proporção pequena os lucros aos seus acionistas. Os resultados evidenciaram ainda a previsão das teorias do *Pecking Order* e *Trade-Off* para dividendos, na qual empresas mais lucrativas destinaram uma maior parcela para a remuneração dos acionistas. Quanto às previsões das teorias de *Trade-Off* e *Pecking Order* sobre a alavancagem e a rentabilidade ou a alavancagem e as oportunidades de investimento, o modelo *Pecking Order* apresentou sustentação. Foi, igualmente, encontrada relação positiva entre o endividamento e as oportunidades de investimento, indicando que empresas com maior alavancagem atingiram níveis mais altos de investimento.

Diferentemente das pesquisas realizadas em âmbito nacional, cuja amostra é, normalmente, composta por empresas de capital aberto, Brito *et al.* (2007) estudaram a estrutura de capital das 500 maiores firmas que atuam no Brasil, sendo elas de capital aberto e fechado. O período estudado abrangeu os anos de 1998 a 2002, com informações obtidas no banco de dados da Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis (FIPECAFI). Para obtenção dos resultados, foram testadas dez hipóteses que envolveram seis fatores considerados potenciais na explicação da alavancagem: rentabilidade, risco, tamanho, composição dos ativos, crescimento e o tipo de capital (aberto ou fechado). Os resultados indicaram que o risco, o tamanho, a composição dos ativos e o crescimento apresentaram-se como determinantes da estrutura de capital das empresas, ao contrário da rentabilidade e tipo de capital utilizado. Não sendo a alavancagem não foi determinada pelo fato da empresa ter capital aberto ou fechado.

Nakamura *et al.* (2007) objetivaram investigar os determinantes da estrutura de capital de uma amostra total de 91 empresas de capital aberto brasileiras no período entre 1999 e 2003. Os quais, ao utilizar o conjunto de variáveis definido por Glaud *et al.* (2005), por meio do método de painel dinâmico, cujos resultados foram consistentes com ambas as teorias. Os autores, por meio da pesquisa, encontraram que o comportamento dos tomadores de decisão, nas empresas estudadas, segue uma lógica de flexibilidade e controle, utilizando os pressupostos do *Pecking Order*. Além disso, as alterações no *mix* de financiamento das empresas brasileiras mostraram menor velocidade se comparado aos demais países, fator relacionado, segundo Nakamura *et al.* (2007), à fatores como estabilidade econômica, regras contratuais, escassez de recursos, entre outros.

Ao replicar dois dos modelos de maior relevância para a análise das teorias, especificamente o modelo de Rajan e Zingales (1995) para o *Trade-Off* e o proposto por Frank e Goyal (2003) para a *Pecking Order*, Medeiros e Daher (2008) buscaram estabelecer empiricamente qual das teorias melhor explicaria a política de financiamento das empresas brasileiras. Os resultados indicaram que as empresas brasileiras não apresentaram subsídios para afirmar que são definidas metas para a estrutura de capital, a qual é estabelecida prioritariamente pelos recursos gerados internamente, seguidos pelo endividamento e, em última instância, pela emissão de ações, conforme proposto pela hierarquia de financiamento, a qual se mostrou em sua forma semiforte. Para Medeiros e Daher (2008), características da economia brasileira, como taxa de juros, pouca oferta de crédito e empréstimos de longo prazo podem ser determinantes para que as empresas evitem o uso do capital de terceiros, na disponibilidade de recursos gerados internamente.

David *et al.* (2009) testaram as previsões das teorias do *Trade-Off* e *Pecking Order* sobre o endividamento e *payout* para uma amostra de empresas brasileiras de capital aberto, no período de 2000 a 2006. A escolha pelo período deveu-se à valorização registrada pela B3 de aproximadamente 160%, o que influenciou diretamente o aumento do valor de mercado das companhias, na qual os indicadores econômicos e industriais apontavam que o crescimento das empresas influenciava a maior captação de recursos e, conseqüentemente, seus investimentos, assim como o pagamento de mais dividendos.

David *et al.* (2009) confirmaram uma maior remuneração dos acionistas por meio do pagamento de dividendos, na qual a meta de *payout* das empresas se mostrou acima de 20%, considerada baixa se comparada ao registro de empresas americanas, cujo *payout ratio* foi em torno de 41%. Fato que, segundo os autores, está atrelado à legislação brasileira e à isenção de

impostos na distribuição de dividendos e sua dedutibilidade como despesa financeira mediante o pagamento de juros sobre o capital próprio. Além disso, em linhas gerais, os resultados foram consistentes com a teoria do *Pecking Order*.

Ao replicar a metodologia de Glaud *et al.* (2005), Correa *et al.* (2013) analisaram o nível de endividamento das empresas brasileiras à luz das teorias do *Pecking Order* e *Trade-Off*, testando seus determinantes para o período de 1999 a 2004. Os resultados evidenciaram que o modelo do *Pecking Order* apresenta maior relação, visto ter sido obtida relação negativa entre tangibilidade e rentabilidade com o nível de alavancagem.

As evidências apresentadas nacionalmente são expostas no Quadro 3, o qual apresenta o objetivo das pesquisas e a relação encontrada com as teorias analisadas.

Quadro 3- Teorias do Trade-Off e Pecking Order: Principais evidências empíricas no contexto nacional

Autores	Objetivo do Estudo	Relação Encontrada	
		TO	PO
Brito e Lima (2005)	Analisar a importância da origem dos controladores na forma como as empresas estruturam seu capital.	x	X
Silva e Brito (2005)	Analisar a relação dos modelos <i>Trade-Off</i> e <i>Pecking Order</i> sobre a dívida e o pagamento de dividendos.		X
Brito et al. (2007)	Analisar a estrutura de capital das 500 maiores empresas que atuam no Brasil	n.e.	
Nakamura et al. (2007)	Investigar os determinantes da estrutura de capital de empresas de capital aberto brasileiras.	X	x
Medeiros e Daher (2008)	Estabelecer qual das teorias, <i>Trade Off</i> ou <i>Pecking Order</i> , melhor explica a estrutura de capital das empresas brasileiras.		X
David et al. (2009)	Testar as teorias de estrutura de capital para as variáveis endividamento e payout em um momento particular no cenário econômico empresarial brasileiro.		X
Correa et al. (2013)	Analisar o endividamento das maiores empresas brasileiras à luz das teorias do <i>Trade-Off</i> e <i>Pecking Order</i> .	x	X

Em que: TO – teoria do *Trade-Off*; PO – teoria do *Pecking Order*; X - indica relação forte ou direta com a teoria; x - indica relação fraca ou indireta com a teoria; n.e.- não foi encontrada relação com a teoria.

Fonte: Elaborado pela autora

3.4 O PROBLEMA DE AGÊNCIA E TEORIA DO *FREE CASH FLOW*

O problema de agência, ocasionado por meio do conflito de interesses entre gestores e acionistas/credores, constitui-se como um dos pilares da Teoria da Agência, proposta pelos estudos de Jensen e Meckling (1976), cuja premissa consiste no relacionamento agente-principal e na maximização de sua função utilidade. Baseado nessa perspectiva, Jensen (1986) ao explicar a motivação da gestão em utilizar os recursos da organização a partir da perspectiva

dos custos de agência, contribuiu para a elaboração da denominada teoria do Fluxo de Caixa Livre (*Free Cash Flow*), posteriormente acrescentada por (Stulz, 1990).

A gestão da empresa pode, eventualmente, realizar investimentos cujo retorno é abaixo do custo de capital ou ainda desperdiçar os fluxos de caixa livres em projetos que não tragam valor ao acionista gerando, de acordo com Jensen (1986) e Wei e Zhang (2008), os custos de agência do fluxo de caixa livre. Conforme Jensen (1986), são considerados fluxos de caixa livres os recursos oriundos do fluxo de caixa que excedem o valor exigido para financiar determinados projetos com VPL positivo descontado ao custo de capital investido; em suma, são os fluxos de caixa excedentes.

De acordo com Jensen (1986), o conflito existente entre gestores e acionistas é especialmente agravado devido ao protagonismo dos gestores no controle do direcionamento dos fluxos de caixa livres, seja por meio da distribuição de dividendos ou recompra de ações ou, alternativamente, ao realizar investimentos em projetos com VPL negativo. Embora essa questão venha sendo amplamente debatida na literatura, Jensen (1986) considera que os benefícios em motivar os gerentes e suas organizações são ignorados. Com o objetivo de atenuar esse problema, o monitoramento ou controle das dívidas por parte dos acionistas/credores pode ser considerado um potencial determinante da forma como a empresa se estrutura.

Tendo em vista aos problemas expostos, a literatura propõe alternativas com o objetivo de mitigar os conflitos de agência existentes por meio de políticas financeiras baseadas no aumento do pagamento de dividendos e, por consequência, redução no fluxo de caixa de maneira a reduzir a assimetria informacional (Jensen, 1986) ou ainda, por meio da ampliação do endividamento, reduzindo, igualmente, o fluxo de caixa existente através do pagamento da dívida (Stulz, 1990).

A distribuição de dividendos aos acionistas diminuiria o montante de recursos sob o controle dos gestores, reduzindo seu poder e incentivando-os a alcançar crescimento acima de seu ponto ótimo, para então, retomar o poder. Por outro lado, a utilização da dívida teria papel de instrumento disciplinador para os gerentes devido ao surgimento de obrigações financeiras a cumprir, cuja ameaça de falência e seus custos funcionaria como forma de induzi-los a tomar decisões mais eficientes.

O pagamento de dividendos, como uma maneira de atenuar o investimento em projetos com baixo retorno ou com retorno negativo devido ao excesso de fluxo de caixa livre, ocorre, para Jensen (1986), devido ao aumento que o pagamento de dividendos acarreta no valor da

empresa, explicado para Land e Litzenberger (1989), devido à associação positiva entre os anúncios de pagamento de dividendos e o movimento do preço das ações. A redução no pagamento de dividendos, contrariamente, apresentaria desvalorização das ações. As evidências obtidas por Lehn e Poulsen (1989) corroboram tais argumentos, cujos resultados mostram que os prêmios pagos aos acionistas foram significativamente relacionados ao fluxo de caixa não distribuído, em que a maior fonte de ganho para os acionistas era a redução nos custos de agência ligados aos fluxos de caixa não distribuídos.

A hipótese que o endividamento esteja associado à eficiência e criação de valor, defendida por Jensen (1986) acarreta, de acordo com Kaplan (1989), em incentivos para aumentar a receita da empresa e suas margens operacionais, de maneira a reduzir os gastos de capital desnecessários. As operações com elevado grau de alavancagem (*leverage buyouts*), para Shleifer e Summers (1988), transferem valor aos investidores devido ao aumento do lucro operacional em detrimento das demissões e reduções salariais dos gestores. Opler e Titman (1993) confirmaram essa hipótese ao encontrar que, dentre a amostra de empresas estudadas com operações de elevado grau de alavancagem, as empresas com alto fluxo de caixa livre utilizaram níveis de endividamento superiores aos realmente necessários.

Na perspectiva dos argumentos recentemente expostos, estudos realizados no contexto brasileiro, devido às características do mercado local de elevada assimetria informacional, problemas relacionados ao oportunismo no uso do fluxo de caixa livre, ineficiências de mercado, agravadas pelo conflito de agência existente entre acionistas majoritários e minoritários, visam aprofundar o entendimento de questões relacionadas às formas de estruturação de capital. Avelar *et al.* (2015) constataram que empresas brasileiras utilizam níveis mais elevados de endividamento com o objetivo de reduzir o poder discriminatório dos gerentes e, portanto, reduzir a possibilidade do problema de agência relacionado aos fluxos de caixa livres.

3.5 A ADEQUAÇÃO ÀS IFRS E A ESTRUTURA DE CAPITAL

A contabilidade, sob a ótica dos negócios, pode ser considerada fonte de informação para usuários externos tomarem suas decisões em relação à investimentos, já que os mesmos obtêm informações presentes nas demonstrações contábeis (SILVA, 2013). A divulgação de informações por países que adotam diferentes sistemas contábeis, ao não seguir um determinado padrão, dificulta ao investidor a comparação desses demonstrativos e, por consequência, a alocação de capital em países estrangeiros (DASKE *et al.*, 2008).

Com o intuito de diminuir as discrepâncias entre as informações apresentadas por empresas de diferentes países, a adequação aos padrões de divulgação da *International Financial Reporting Standards* (IFRS) exigido pelo Comitê Internacional de Contabilidade (*International Accounting Standards Board* (IASB) tem como foco o desenvolvimento de um conjunto de padrões contábeis compreensível, executável e globalmente aceito por meio da qualidade das informações divulgadas, podendo ser considerada, conforme Daske *et al.* (2008), como uma das mudanças regulatórias mais significativas na história contábil.

A adequação das empresas brasileiras a um padrão internacional contábil objetivou a harmonização das informações financeiras divulgadas pelas companhias, o que, conforme Bruggmann *et al.* (2013), teve como foco principal o aumento da transparência e comparabilidade na elaboração e divulgação das demonstrações financeiras, permitindo um funcionamento mais eficiente dos mercados de crédito e de capitais. Complementarmente, por meio da convergência para o IFRS, o Brasil iniciou sua participação em um sistema de informações global, comparável e transparente para incrementar a qualidade contábil e resultar em benefícios como redução do custo de capital, maior liquidez com menor *spread* entre compra e venda e redução dos erros de previsão de analistas (SANTOS *et al.*, 2016).

Embora a adequação ao padrão internacional contábil por meio da adoção das IFRS tenha iniciado em 2005 nos demais países, a SEC somente em 2007 permitiu que empresas brasileiras arquivassem suas demonstrações financeiras de acordo com as IFRS. As empresas de capital aberto brasileiras passaram, portanto, a adotar a convergência para a IFRS por meio da aprovação da Lei 11.638 em 28.12.2007, a qual permitiu a transição dessas em duas fases: a primeira parcial, em 2007, e a segunda integral, em 2009. Para Pires e Decourt (2015), a implementação por meio dessas duas fases ocorreu em função da complexidade das matérias contábeis que deveriam ser aplicadas com a adoção das novas normas contábeis.

A fase inicial contou com a emissão da deliberação nº 656 pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) por meio do Pronunciamento Técnico do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), conhecido como CPC 13, constituído por um conjunto de normas aplicáveis a partir do exercício de 2008, cujo objetivo era regular a introdução de um novo conjunto de princípios e práticas contábeis com base na IFRS. Para tanto, a CPC 13 dispensou as empresas de rerepresentarem suas demonstrações contábeis de 2007 para fins de comparação, gerando duas alternativas de transição para as normas: 01/01/2007 (para as empresas que rerepresentaram 2007 conforme as novas normas) ou 01/01/2008.

Para tanto, as empresas deviam se adequar à Lei 11.638/07 conjuntamente com a Medida Provisória 449/08 (convertida na Lei 11.941/09), além de um conjunto de normas contábeis emitidas pelo CPC, aprovadas pela CVM, cujo objetivo era atualizar a legislação societária para facilitar a convergência das práticas contábeis adotadas no Brasil.

A fase final da convergência para as IFRS ocorreu com a introdução das normas sobre novos temas e revisões de algumas das normas emitidas na primeira fase de transição. As determinações previstas para a adoção do padrão internacional, previstas no CPC 37, estabeleceram a obrigatoriedade de convergência total para o padrão IFRS nas demonstrações contábeis de encerramento do exercício de 2010, com reapresentação do exercício de 2009, conforme as novas normas para fins de comparação.

Após a implantação da fase final, tornou-se obrigatória a emissão das demonstrações financeiras consolidadas e individuais conforme as IFRS, as quais iniciaram-se pelas companhias listadas na bolsa e grandes empresas privadas e, mais recentemente, englobando todas as organizações, inclusive as de pequeno e médio porte.

A adoção aos padrões internacionais de contabilidade tem seu foco principal no melhoramento na qualidade das informações dos relatórios financeiros (PIRES e DECOURT, 2015) ao proporcionar maior transparência das demonstrações contábeis, influenciando uma maior simetria de informações entre os agentes envolvidos, mercado e empresa, reduzindo o custo de obtenção de informação. Santos *et al.* (2016), ao considerar a restrição ao acesso à crédito para investidores e credores, afirmaram ser a adoção de políticas e normas institucionais, a exemplo das IFRS, por meio das informações, uma maneira de facilitar o acesso ao crédito tanto pelo capital próprio quanto pelo de terceiros.

Com base no argumento exposto, o acesso ao capital torna-se menos oneroso para empresa pelo fato de que, ao emitir informações de maior qualidade em seus relatórios, o nível de assimetria é reduzido, auxiliando, no caso de emissão de capital próprio por meio de ações, agentes externos na melhor precificação dos ativos e, de capital de terceiros por contratação de dívida, taxas menos onerosas para a empresa. No que tange ao argumento exposto, Marques *et al.* (2017) expõem que investidores e credores têm diferentes demandas no que tange a qualidade da informação divulgada. Segundo os autores, credores apresentam menor exigência de informação de boa qualidade, ao contrário de investidores, cuja informação acurada tem forte relação com o investimento, influenciando de maneira mais perceptível o montante aplicado, se comparado ao nível de risco percebido no momento em que investidores alocam capital nas empresas.

Pires e Decourt (2015) expõem que, por meio da adoção das IFRS, as empresas melhoram a qualidade da informação, facilitando o acesso a crédito e escolhas por financiamentos bancários ou por meio da emissão de capital. Complementarmente, Marques *et al.* (2017) discutem a relação entre a qualidade das informações divulgadas e a estrutura de capital das empresas, já que, empresas com diferentes necessidades de financiamento possuem diferentes incentivos no processo de divulgação de informações. Isso se deve, segundo os autores, pelo fato de que acionistas e credores usam meios diferentes para reduzir seus níveis de assimetria informacional.

Se há evidências, por meio da literatura, de que a adequação às IFRS possa influenciar positivamente os níveis de alavancagem da empresa em função do acesso à capital menos oneroso, o argumento de que a adoção a este padrão possa influenciar a redução nos níveis de endividamento da empresa se torna igualmente plausível.

Observando sob a ótica do problema de agência, relacionado à divergência informacional entre agentes internos e externos e uma possível expropriação dos direitos dos investidores, as melhorias relacionadas às práticas de governança corporativa, associadas à adoção do padrão internacional contábil, debatidas recentemente, deveriam fazer com que as empresas passassem a utilizar níveis mais baixos de endividamento. Haja vista que tais melhorias na governança seriam consideradas, para Arpring e Sautner (2010), como um dispositivo disciplinador do valor da dívida das empresas. Dessa forma, esperar-se-ia que, quanto melhores fossem as práticas de governança adotadas pelas empresas, menores seriam seus níveis de alavancagem.

Neste cenário, embora as pesquisas relacionadas à harmonização às IFRS no contexto brasileiro tenham se voltado inicialmente ao cumprimento das normas e questões relacionadas à adequação das empresas, a investigação acerca das possíveis alterações na política de financiamento das empresas mediante a harmonização das IFRS foi foco de alguns estudos mais recentes.

Moura e Coelho (2014) investigaram os indicadores de endividamento de empresas brasileiras em função da mudança no padrão contábil ao utilizarem dados de 87 empresas no período entre 1995 e 2012, os quais encontraram mudanças significativas no comportamento do índice de endividamento que, segundo os autores, está relacionado às mudanças no tratamento do *leasing* no registro contábil do novo padrão, o qual afeta o Ativo Total e sua representação do endividamento. Em pesquisa semelhante, Moura e Coelho (2016) novamente comprovam as alterações no endividamento das empresas brasileiras.

Um comparativo da adoção aos padrões internacionais de contabilidade e seu reflexo na estrutura da empresa em 145 países emergentes, dentre eles o Brasil, no período 2004-2014, foi realizado por Santos *et al.* (2016), o qual evidenciou que as decisões financeiras são influenciadas pelo comportamento das IFRS, no qual variáveis como tamanho e aplicação dos recursos para o levantamento de capital para a gestão do capital de giro apresentaram relação negativa entre as IFRS e o endividamento. Além destes, diferenças nas regulamentações e proteção legal aos investidores são, igualmente, considerados pontos chave para a obtenção de capital.

Embora a harmonização contábil tenha ocasionado alterações em grande parte das companhias brasileiras de capital aberto, ressalta-se que um grupo de empresas brasileiras, devido à dupla listagem, já emitia suas demonstrações financeiras e contábeis conforme as normas IFRS no período anterior à vigência da lei, cujos benefícios podem ter sido maiores, haja vista que essas já possuíam um alto padrão de *accountability*, *compliance* e *disclosure* em decorrência da internacionalização.

Santos *et al.* (2014) abordam a internacionalização como uma estratégia organizacional, na qual, por meio do cumprimento às exigências competitivas não só exigidas no mercado nacional, mas também externos, empresas são impactadas significativamente em termos de estrutura e governança corporativa. Dentre as estratégias de internacionalização, cita-se a emissão de *Depositary Receipt* (DR) como uma das mais comuns entre as empresas que, considerado um instrumento financeiro e legal, permite que uma empresa negocie suas ações no mercado doméstico e internacional.

Os DRs são certificados representativos de direitos de ações, emitidos no exterior por uma instituição depositária, com lastro em valores mobiliários depositados em custódia no país de origem da empresa (MEDEIROS e TIBÉRIO, 2009). Para a negociação desses certificados é necessária a aprovação do programa pelo Banco Central do Brasil (BACEN) e pela CVM, e no exterior, pelas autoridades correspondentes. Nesse contexto, tem-se a emissão de ADRs, títulos negociados no mercado acionário norte-americano, como uma das principais estratégias de internacionalização das companhias brasileiras, conforme apresentado no Quadro 4.

Quadro 4 - Características dos principais tipos de ADRs

	Nível I (Pink Sheet)	Nível II (Lister)	Nível III (Fully Registered)	Regra 144 A	Regulamento S (ou REG S)
Característica	As ações que lastreiam as ADRs já existem no mercado secundário. Não há captação de novos recursos pela empresa emissora	Não permite a captação de novos recursos, mas sim a permissão para listar suas ações em bolsas norte-americanas	Permite a oferta pública de ADRs por meio da emissão de novas ações	Autoriza a negociação de valores mobiliários de empresas junto a investidores institucionais	Permite o lançamento de novas ações, negociadas somente entre não norte-americanos
Objetivo	Desenvolver ou ampliar a base de investidores nos EUA utilizando ações existentes	Desenvolver ou ampliar a base de investidores nos EUA utilizando ações existentes	Levantar capital nos EUA e ampliar a base de investidores	Levantar capital nos EUA para aumentar a liquidez no mercado dos EUA	Levantar capital nos EUA e ampliar a base de investidores que não americanos
Padrões de Transparência	Mercado doméstico	USGAAP	USGAAP	Mercado doméstico	Mercado Doméstico
Nível de Requisitos EUA	Baixo	Alto	Alto	Inexistente	Baixo
Negociação	Mercado de Balcão	NYSE, NASDAQ ou Amex	NYSE, NASDAQ ou Amex	PORTAL	PORTAL

Fonte: Bertoli Filho (2002) e Medeiros e Tibério (2009)

As ADRs, em suma, representam empresas estrangeiras por meio de recibos negociados nos Estados Unidos; permitindo que, por meio da dupla listagem, empresas brasileiras cujos títulos são negociados no mercado doméstico, sejam, igualmente, vendidos no mercado de capitais americano. As ADRs se diferenciam em relação ao nível de exigências de transparência e adequação às normas da SEC, bolsas locais e Princípios da Contabilidade Geralmente aceitos dos Estados Unidos (*United States Generally Accepted Accounting Principles - USGAAP*) órgão que institui os princípios de contabilidade aceitos no mercado americano.

Conforme exposto, os ADRs Nível II e III apresentam exigências superiores no que se refere ao atendimento das normas contábeis norte-americanas e harmonização completa às exigências da SEC. Tais exigências propiciam, por meio da transparência, uma avaliação mais adequada da empresa, com probabilidade de menor percepção de risco pelos investidores, fazendo com que a empresa transmita ao mercado a adoção de práticas mais adequadas de governança corporativa.

Partindo-se do pressuposto que a emissão de relatórios, conforme o padrão internacional, constitui uma importante alteração nas práticas de governança corporativa adotadas por empresas brasileiras, a qual pode ter tornado as empresas mais semelhantes no que tange às fontes de financiamento para investimentos, tem-se como hipóteses teóricas da pesquisa:

H1: Quanto mais rigorosas as práticas de governança corporativa, maiores os níveis de alavancagem contábil das empresas brasileiras.

H2: Quanto mais rigorosas as práticas de governança corporativa, maiores os níveis de alavancagem de mercado das empresas brasileiras.

H3: Quanto mais rigorosas as práticas de governança corporativa, maiores os níveis de endividamento líquido das empresas brasileiras.

H4: Quanto mais rígidas as práticas de governança corporativa, menores as discrepâncias em termos de alavancagem entre as empresas afetadas pela lei e empresas já adequadas ao padrão internacional contábil.

4. GOVERNANÇA CORPORATIVA: ASPECTOS TEÓRICOS E PRÁTICOS

A governança corporativa está relacionada aos mecanismos e princípios que governam o processo decisório em uma empresa por meio de um conjunto de regras cuja finalidade é criar valor por meio de práticas adequadas, trazendo à empresa um melhor desempenho em benefício dos acionistas e demais partes envolvidas. O debate sobre governança corporativa parte da hipótese de que um conjunto de mecanismos tem por objetivo aumentar a probabilidade de os fornecedores de capital garantirem para si o retorno sobre seu investimento. A alocação de recursos desses investidores envolve a confiança dos mesmos não somente em relação à viabilidade econômico-financeira dos empreendimentos, mas também no que tange à obtenção dos retornos sobre seu investimento, o que depende de um conjunto mais amplo de fatores ligados ao ambiente institucional no qual a empresa está inserida, como infraestrutura legal, direito de propriedade e garantia do cumprimento dos contratos.

Os investidores que fornecem capital às empresas, para Rossetti e Andrade (2014) constituem-se em um grupo afastado da administração diária das companhias, o que acarreta na premissa de que os acionistas devam avaliar de forma mais direta os resultados comparativos das organizações e aplicar seus recursos nas que lhes proporcionassem os melhores retornos; ao passo que, os gestores deveriam especializar-se nos negócios que lhes fossem confiados para maximizar o retorno total de longo prazo dos investidores, mantendo-os interessados nas operações e propósitos de expansão.

Por ser um conjunto de práticas que permite aos financiadores da empresa assegurar retornos sobre os investimentos realizados (SHLEIFER e VISHNY, 1997). No cerce desse debate, emerge a necessidade que investidores tenham mecanismos de avaliar a empresa na qual poderão alocar seus recursos, entre esses mecanismos estão a existência de um conselho de administração, a publicação de relatórios regulares pelas companhias, a estrutura de capital e a política de remuneração.

A relevância das informações publicadas e, conseqüentemente, a maior ênfase às práticas de governança vieram à tona no início dos anos 2000, após o anúncio de problemas relacionados ao mercado de capitais internacional. Na data, houve a acusação de fraudes contábeis envolvendo a adulteração de balanços contábeis, evasão fiscal e negociação de valores mobiliários das companhias por gestores com informações privilegiadas em empresas norte-americanas, como a Worldcom, a Xerox e a Enron e, em empresas europeias como a Royal Ahold, a Vivendi e a Parmalat. De acordo com Silveira (2004), os escândalos causaram

espanto, devido, principalmente, ao fato de o mercado de capitais americano ser considerado um dos mais sofisticados, o que o torna modelo para demais países emergentes, como o Brasil.

Conseqüentemente, esses fatos ocasionaram a ampliação do movimento pela governança corporativa e debate sobre o desalinhamento do interesse entre as partes envolvidas e a importância das políticas de *disclosure* das companhias. Para maior transparência de informações e redução do sigilo corporativo, são necessárias, portanto, práticas como a emissão de relatórios diários, o que, em grande medida, desencorajaria a manipulação de ganhos por grupos de controle.

As questões que envolvem o debate acerca da governança corporativa têm como princípio o conflito de interesses existente entre o agente e o principal no momento de uma negociação, dessa forma, os estudos sobre o tema passaram a abordar a separação entre propriedade e controle das companhias, sob a ótica dos conflitos de agência, ao abordar fatos como o interesse e comportamento oportunista dos gestores, distribuição de poder e benefícios auferidos, com foco principal no conflito entre o agente (administrador) e o principal (acionista) e entre a divisão entre *ownership* (poder) e *control* (controle). Complementarmente ao exposto, Berle e Means (1932) expuseram como possíveis entraves para o desenvolvimento da governança corporativa no cenário mundial, o afastamento entre a propriedade e controle das grandes corporações e, mudanças no comando das companhias, os quais foram, mais recentemente, discutidos por Rossetti e Andrade (2014).

Na concepção destes, as mudanças relacionadas à propriedade e ao controle das empresas estão diretamente relacionadas à dispersão entre a propriedade e o capital acionário, visto que, a propriedade e o controle destas deixam de estar nas mesmas mãos dos acionistas, configurando uma nova constituição de sociedade por ações, na qual o controle das companhias passa a ser responsabilidade de um executivo, teoricamente desligado da propriedade, fazendo emergir novos perfis de acionistas: proprietários passivos e não proprietários usufrutuários.

Os proprietários passivos, apesar de deterem capital, possuem, como características, o interesse em: i) usufruto de uma parcela do lucro, destinada ao pagamento de dividendos; ii) aumento do valor de mercado da companhia, diretamente relacionado ao aumento do valor das ações, e; iii) recebimento do valor correspondente por suas ações no caso de liquidação ou venda da companhia. Com isso, para Rossetti e Andrade (2014), o direito a voto e a interferência na gestão das companhias passa a ter uma importância cada vez menor para esses acionistas; para tanto, são nomeados executivos, que com base no usufruto pessoal, tendem a não controlar as companhias com base nos interesses dos acionistas.

Configuram-se, assim, dois grupos com interesses imperfeitamente simétricos: o dos proprietários, que não dispõem do controle e o dos controladores efetivos, que não dispõem de propriedade apreciável, configurando uma situação em que os executivos terão como objetivo principal seus usufrutos pessoais como ganhos fixos, bonificação sobre os resultados e outros benefícios. Tais características atuais do mercado de ações tornam necessário que haja uma boa estrutura de governança, que selecionem os gerentes mais capazes e, os tornem responsáveis perante o interesse dos investidores (TIROLE, 2001).

Corroborando com os argumentos expostos, ao investigar 143 investidores institucionais, McCahery *et al.* (2016) encontraram evidências que 63% dos investidores institucionais, detentores de uma parcela considerável do capital das empresas, se envolvem nas discussões diretas sobre as tomadas de decisão nas empresas e, 45% destes, afirmam ter conversas privadas com o conselho de administração. Os resultados da pesquisa ainda mostraram que o horizonte do investidor faz diferença, visto que investidores de longo prazo intervêm de forma mais intensiva do que aqueles que focam no curto prazo.

Paralelamente, cabe ressaltar que, no que tange à política de *disclosure* e demais questões que permeiam o tema, o problema básico de governança corporativa no mercado de capitais americano apresenta uma clara distinção, se comparado ao brasileiro. Ao passo que o mercado de capitais americano é construído por empresas cuja estrutura propriedade é difusa, na qual existe um número considerável de acionistas, é notória a separação entre o acionista e o gestor; companhias de capital aberto brasileiras, por sua vez, caracterizam-se pela estrutura de propriedade concentrada, na qual existe a presença de um acionista ou grupo de acionistas que possui o controle da empresa, o qual é, muitas vezes, o gestor dessa empresa, ou que nomeia um determinado indivíduo de confiança para tal função.

Assim, devido às características do mercado de capitais brasileiro, o problema referente à governança corporativa e suas práticas ocorre entre os acionistas controladores, detentores de uma parcela considerável do capital e, acionistas detentores de uma pequena parcela da empresa, os minoritários. Para Bertucci *et al.* (2006), companhias brasileiras abertas estão, em grande medida, sendo geridas por grupos de controle, familiares ou não, reduzindo a parcela de capital de investidores que não detém o mesmo poder de participar, decidir e fazer valer seus pontos de vista.

Conforme exposto, no cerne dessa questão quando analisado o mercado de capitais brasileiro, emergem os problemas relacionados à separação entre a propriedade e o controle das companhias, o qual passa a ganhar destaque por meio da publicação do trabalho “*The Modern*

Corporation and Private Property” realizado por Berle e Means, em 1932, ao observar que, em grandes corporações norte-americanas existe uma relação inversa entre a pulverização da concentração de ações e o desempenho das mesmas. É possível afirmar que a estrutura de propriedade se relaciona com a posse da empresa, evidenciando o percentual de um acionista em relação ao total de ações. Balassiano (2012) complementa que esta ainda se relaciona com a qualidade dos recursos alocados por gestores da companhia e investidores e; a estrutura de controle, por sua vez, é constituída pela estrutura das ações ordinárias, as quais concedem aos seus titulares o poder de voto e, conseqüentemente, influencia nos rumos da companhia.

A interpretação acerca da estrutura de propriedade apresenta visões diferentes e complementares por meio do debate dos estudos de Jensen e Mecking (1976) e La Porta *et al.* (1998), visto estar relacionada à posse da companhia, é possível afirmar que, quando a estrutura de propriedade é concentrada, um número restrito de acionistas é detentor de grandes cotas de capital, o que, conforme argumentos de Jensen e Mecking (1976) pode trazer benefícios por meio da redução dos custos relacionados ao problema de agência. Já La Porta *et al.* (1998) identificaram que essa realidade somente é pertinente para países com Leis Comuns (como no caso dos Estados Unidos), já para países com Leis Civas, como no caso do Brasil, onde existe fraca proteção legal aos acionistas, a concentração de propriedade é um facilitador para a expropriação dos direitos dos minoritários pelos majoritários.

A legislação brasileira permite às empresas de capital aberto a emissão de ações preferenciais normativas (PN) e ordinárias normativas (ON), as quais conferem ao seu titular o direito preferencial no recebimento de seus dividendos e, o direito a voto em assembleias da companhia, respectivamente. Essa característica na emissão de ações permite, portanto, que as empresas captem recursos por meio da emissão de ações PN e concentrem as ações ON em posse dos controladores de capital, mantendo o poder com menor alocação de recursos próprios.

A concentração de propriedade no mercado de capitais brasileiro é, dessa forma, resultado de uma sobreposição entre os detentores de capital (acionistas majoritários) e a gestão das companhias que, buscando a maximização de seus próprios interesses, agem de forma oportuna, expropriando acionistas minoritários. Essa característica tem motivado a realização de pesquisas como a de Torres *et al.* (2010), cujos resultados evidenciaram que, quanto mais concentradas forem as estruturas de propriedade e controle das empresas, maior a tendência de alisamento dos resultados, o qual objetiva a proteção dos interesses de acionistas majoritários e controladores.

Ao analisar a evolução da estrutura de propriedade, Aldrighi e Mazzer (2007) concluíram pela incipiência do mercado de capitais brasileiro, no qual, aproximadamente 50%

das companhias analisadas apresentaram arranjos piramidais, com alta concentração de famílias como acionistas majoritários, cujo capital é constituído, prioritariamente, por ações sem direito a voto. Sonza e Kloeckner (2014), de forma semelhante, também encontraram relação negativa entre a estrutura de propriedade e a eficiência do mercado de capitais brasileiro.

Não exclusiva ao mercado acionário brasileiro, a concentração de propriedade e controle, conforme La Porta *et al.* (1998) é comum na maioria dos países, influenciando inclusive, a expropriação do fluxo de caixa da empresa por meio do pagamento de altos salários a gestores ou pela autonegação em cargos executivos privilegiados. Ao estudar uma amostra total de 49 países, La Porta *et al.* (1998) encontraram relação negativa entre a concentração de propriedade e a proteção dos direitos dos acionistas por meio da perda do valor da empresa, na qual países com proteção legal mais rígida tendem a apresentar estruturas de propriedades mais pulverizadas. Ao realizar este estudo, os autores encontraram evidências de quatro tipos de leis referentes à proteção legal dos investidores: leis comuns, leis civis francesas, escandinavas e germânicas.

Países com leis comuns caracterizam-se pela maior proteção aos acionistas e, conseqüentemente, menor expropriação dos direitos dos acionistas minoritários, sendo observadas em países com mercados de capitais mais bem desenvolvidos como Estados Unidos e Reino Unido. De forma contrária, empresas atuantes em países com leis civis francesas (França, Bélgica, Brasil, entre outros), leis escandinavas (Dinamarca, Finlândia, Suíça, entre outros) e leis germânicas (Japão, Alemanha, Áustria, entre outros) se caracterizam pelo menor rigor se comparadas aos países com leis comuns, o que reduz a proteção aos acionistas, tornando mais fácil a expropriação dos acionistas minoritários.

No que se refere às diferenças quanto à estrutura de propriedade e governança corporativa, Rossetti e Andrade (2014) propõem uma segmentação de modelos específicos para cada país ou conjunto de países com base na proteção dos acionistas, mecanismos internos de governança, mecanismos internos e externos de eficiência para práticas da boa governança corporativa. Essa segmentação é constituída de cinco modelos de governança corporativa (Modelo Anglo-Saxão, Modelo Alemão, Modelo Japonês, Modelo Latino Europeu e Modelo Latino Americano).

As características quanto à propriedade e controle de capital apresentam características semelhantes nos modelos de governança, exceto no modelo anglo-saxão, presente em países com mercados de capitais mais bem consolidados. Especificamente o modelo latino americano, para Rossetti e Andrade (2014), possui singularidades que impactam nos mercados de capitais,

em especial no brasileiro, como a estrutura de propriedade concentrada, com cerca de 50% do controle da companhia em posse de um investidor, o qual, muitas vezes, atua como gestor. Embora tenha havido alterações em suas estruturas, os autores afirmam ser o controle das companhias de capital aberto brasileiros prioritariamente pertencentes a grupos familiares ou de aquisições estatais devido, em grande medida, à possibilidade de emissão de ações sem direito a voto. Para La Porta *et al.* (1998), essa prática torna o interesse das famílias ou do grupo controlador mais evidente que o interesse dos demais, contribuindo para projetos que beneficiem a si mesmos, ao invés da organização.

Países com mercados de capitais pouco desenvolvidos, como o brasileiro e, em especial, com alta concentração de propriedade por meio da presença de detentores de grandes cotas de capital, acentua o conflito de interesses entre majoritários e minoritários, colocando em segundo plano o conflito de agência, tema central de muitos estudos baseados no modelo americano. Tal fato se deve, para Silveira (2004), devido, principalmente, à alta concentração da propriedade e controle das companhias brasileiras, agravada pela baixa proteção legal dos acionistas.

4.1 AS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

Caracterizadas por estruturas de propriedade concentradas, na qual um número restrito de investidores tem posse de um percentual considerável de ações, o modelo de governança corporativa das empresas de capital aberto brasileiro apresenta características como alta concentração de ações com direito a voto e elevada utilização de ações sem este direito, empresas de controle fundamentalmente familiar, acionistas minoritários com pouco ativos e, sobreposição entre propriedade e gestão.

Mudanças no cenário competitivo como a estabilidade econômica provinda de uma maior competitividade empresarial foram fatos precursores para que houvessem mudanças internas na estrutura de liderança das empresas, colocando o até então modelo de governança corporativa no Brasil sobre pressão, cujas mudanças estão alinhadas às mudanças de ordem global, propostas entre os anos 70 e 80 e, posteriormente, desencadeadas no mercado brasileiro desde o início dos anos 90.

Tomando por base os argumentos expostos por La Porta *et al.* (2000), um melhor ambiente regulatório e práticas adequadas de *enforcement* tornam possível a implementação de práticas mais adequadas de governança corporativa, as quais vem sendo aplicadas ao contexto brasileiro. As alterações observadas decorrentes do ambiente externo estão relacionadas a

marcos legais e recomendações da CVM, assim como no ambiente interno, por meio da criação do código das melhores práticas de Governança Corporativa definido pelo IBGC e, a criação dos novos segmentos de listagem da B3.

Com o intuito de fortalecer o fraco desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, um conjunto de reformas legais, seguidas de novas regulações e recomendações da CVM mudaram o cenário da governança corporativa no Brasil. Dentre elas, está a reforma da Lei das Sociedades por Ações (SAs), promulgada no final de 2001 que, com vigência no mês de março do ano seguinte, estabeleceu novas regras de funcionamento para as empresas de capital aberto, por meio de medidas que objetivavam a maior proteção aos acionistas minoritários e preferenciais, como: i) a obrigatoriedade de oferta pública de aquisição de ações pelo valor econômico aos acionistas ordinários se cancelado o registro das companhias, elevação de participação acionária ou, casos de fusão ou aquisição; ii) seguridade de que, no caso de acionistas minoritários, seja pago o preço equivalente a, no mínimo, 80% do valor pelas ações do bloco de controle; iii) a eleição de um membro para representação dos acionistas minoritários no conselho de administração; iv) limitação da emissão de ações preferenciais a 50% do total das ações emitidas para sociedades anônimas instituídas a partir da publicação da lei e; v) previsão pelo estatuto social de arbitragem em caso de conflito entre os acionistas, ou entre esses e a companhia.

Ao passo que no mercado de capitais brasileiro as adequações eram propostas por meio da Lei das SAs, nos Estados Unidos era instituída uma das mais importantes reações regulatórias aos escândalos e megafraudes ocorridos no período, a implantação da lei Sarbanes-Oxley (SOX), em 2002. Pelo fato de dessa lei alcançar empresas estrangeiras com emissão de ações, as mesmas foram somadas aos novos marcos legais aplicados no mercado de capitais brasileiro. A aplicação da Lei tornou as companhias brasileiras mais confiáveis e transparentes à avaliação da gestão, por meio de elementos de boa governança como as práticas de conformidade legal (*compliance*), transparência (*disclosure*), prestação responsável de contas (*accountability*) e senso de justiça (*fairness*) (IBGC, 2017).

Mediante a adoção desta e a possibilidade de tornar o mercado de capitais brasileiro mais competitivo perante o panorama internacional, algumas pesquisas se dedicaram a avaliar a influência da sua adoção. Mendonça *et al.* (2010) investigaram o impacto da SOX na qualidade do lucro das empresas brasileiras que emitiram ADR antes de 2002 por meio da análise do conservadorismo, assimetria de reconhecimento de boas e más notícias e o gerenciamento de resultados das empresas sujeitas à SOX, antes e depois e sua promulgação.

Os resultados obtidos não foram significativos nos modelos de reversão e fluxo de caixa usados. No entanto, sugerem, por meio do modelo de Basu (1997), que as empresas que emitiram ADRs antes de 2002 aumentaram seu conservadorismo contábil após a SOX.

Além dos fatos expostos, a criação do Instituto Brasileiro de Conselhos de Administração (IBCA), no final de 1995, pode ser considerado um marco no desenvolvimento e difusão das boas práticas de governança corporativa no Brasil. Após revisão e ampliação dos seus objetivos, este veio, em 1999, a ser denominado Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, lançando, no mesmo ano, o primeiro “Código de Práticas de Governança Corporativa” produzido no país. O mesmo foi revisado em 2001 e, novamente editado em 2004, sendo esta vigente até os dias atuais. A versão mais recente, além dos temas abordados anteriormente, inclui o debate de temas como responsabilidade corporativa, conselhos de família, escopos de atuação dos conselhos de diretoria e auditoria e, *free float*, divididos em seis eixos: propriedade, conselho de administração, gestão, auditoria independente, conselho fiscal e conduta/conflito de interesses.

As práticas de boa governança corporativa passaram a receber maior destaque por meio da criação dos novos segmentos de listagem da B3. A criação destes, em 2000, é considerada uma das iniciativas de melhor resposta às demandas por padrões de governança no mercado de capitais local. Os segmentos, inicialmente compostos pelo Novo Mercado e Níveis 1 e 2 de governança corporativa, visavam destacar as empresas comprometidas com maiores práticas de *disclosure* e governança. A criação destes deve-se, segundo a B3 (2017), à necessidade de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, estimulando o interesse dos investidores e valorizando as companhias por meio da adequação das mesmas a diferentes perfis.

A premissa adotada na criação dos segmentos especiais de listagem era a de que a adoção de boas práticas de governança corporativa seria capaz de permitir a redução da percepção de risco por parte dos investidores, ademais, a redução da assimetria informacional e dos direitos e garantias adicionais poderiam influenciar positivamente a valorização e a liquidez das ações (B3, 2017). Para participar dos segmentos, a empresa deve aderir voluntariamente a um dos segmentos de listagem por meio do cumprimento de um conjunto de regras de permanência específico para cada segmento, além da assinatura do contrato de adesão envolvendo os controladores, os membros do Conselho de Administração e a Diretoria Executiva e a própria bolsa, implicando em práticas e emissão de informações legais que extrapolam as até então estabelecidas pela Lei das SAs.

Além dos segmentos de listagem diferenciados, a B3 ampliou as alternativas de ingresso de novas companhias de capital aberto por meio da criação de dois novos segmentos de

listagem, o Bovespa Mais e o Bovespa Mais Nível 2, nos anos de 2005 e 2011, respectivamente, com o objetivo de fomentar pequenas e médias empresas via mercado de capitais. Devido ao foco destes segmentos (empresas de menor porte), os mesmos ainda apresentam baixa representatividade em termos de empresas listadas se comparado aos demais segmentos. Devido ao carácter voluntário de listagem, empresas que não aderiram aos novos segmentos de listagem constituem o grupo Tradicional-Bovespa, com regras de listagem definidas pelas leis e regulamentos da CVM.

Frente às adequações implantadas, trabalhos empíricos passaram a utilizar a qualidade da governança corporativa em empresas brasileiras como objeto de estudo. Colombo e Galli (2010), por exemplo, buscaram investigar eventuais relações significativas no retorno das ações *ex-ante* e *ex-post* da aderência a um dos níveis de governança corporativa no mercado brasileiro através da utilização de janelas de estimação dos parâmetros e de evento, medindo o Retorno Anual Acumulado (*Cumulative Abnormal Return-CAR*). Os resultados evidenciaram que o registro da migração na Bovespa não ocasionou retornos anormais positivos no dia do evento, tampouco nos dias seguintes. No entanto, foram encontradas evidências de que o intervalo (-5 e +5) apresenta ganhos anormais estatisticamente positivos. Black *et al.* (2014), ao estudar as empresas que listaram nos segmentos especiais nos períodos de 2004, 2006 e 2009, identificaram melhorias em termos de valor de mercado e aceitação por investidores, sendo essas melhorias fortemente relacionadas ao crescimento dos segmentos de Novo Mercado e Nível II.

Moreira *et al.* (2016) tiveram como escopo de pesquisa o tipo de notícias e a persistência dos ganhos na influência das informações divulgadas voluntariamente por empresas que compõem os segmentos de listagem. Os resultados mostraram que empresas cujas notícias não foram boas forneceram mais informações durante as teleconferências se comparadas às empresas que apresentaram boas notícias, evidenciando que, embora haja uma maior divulgação de resultados, o mercado de capitais ainda apresenta assimetrias informacionais entre os envolvidos.

Ao analisarem as empresas do Novo Mercado, Beuren e Almeida (2015) afirmam que a adoção de normas internacionais de contabilidade adotadas por esse segmento, trouxeram impactos positivos na controladoria das empresas. Mais recentemente, Freitas Neto e Mol (2017) analisaram a relação entre as atividades dos conselhos de administração de 108 empresas neste segmento, constatando grande relevância destes ao exercerem papéis gerenciais.

Como decorre das pesquisas apresentadas, o mercado de capitais brasileiro vem apresentando progressos quanto à assimilação e adoção dos princípios e práticas da boa governança corporativa. Tais evidências são vistas frente à adequação e preocupação das empresas no que tange às informações divulgadas, garantias e direitos assegurados aos seus acionistas, criação de órgãos como conselhos de administração, entre outras práticas, acarretando em uma melhor imagem institucional das companhias e aumento no valor de suas ações por meio da confiança de seus investidores ou *stakeholders*. Os avanços observados conduzem, de maneira geral, a um cenário de maior estabilidade econômica e avanço do mercado acionário local por meio de uma melhor visibilidade do mesmo, argumento este corroborado por Leal *et al* (2015), ao afirmar que a governança corporativa no mercado acionário brasileiro apresenta avanços no período recente, sobretudo pela maior exigência de práticas corretas de atuação e maior nível de divulgação de informações.

5. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Após contemplados os temas que fundamentam a pesquisa teórica e empiricamente, o presente capítulo tem por finalidade apresentar os procedimentos metodológicos para o alcance do objetivo do estudo, o qual consiste em analisar a influência da governança corporativa na composição da estrutura de capital por meio de um comparativo entre as empresas adequadas às normas internacionais contábeis no período anterior à vigência da lei 11.638 (2007) e empresas que aderiram às mesmas mediante imposição da lei, por meio da realização de um quase-experimento. Para tanto, o presente capítulo está dividido em quatro seções.

Inicialmente é apresentada uma breve classificação da pesquisa. Logo, são contemplados o universo e a amostra de empresas investigadas, assim como as informações acerca dos procedimentos de coleta de dados. Na terceira seção são apresentadas e descritas as variáveis da pesquisa, bem como a relação esperada com as teorias estudadas. Por fim, é apresentado o modelo, além os procedimentos realizados para a execução da pesquisa, bem como o tratamento dos dados.

5.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA

A pesquisa, de uma forma geral, busca respostas às indagações propostas tendo, conforme Gil (1999, p. 42) carácter pragmático, visto ser um processo formal e sistêmico de desenvolvimento do método científico, cujo objetivo é descobrir respostas para os problemas propostos mediante o emprego de procedimentos científicos. Conforme suas características e formas de aplicação, a pesquisa pode ser classificada quanto à sua natureza, à abordagem do seu problema de pesquisa e aos seus procedimentos metodológicos.

Visando analisar a influência de um conjunto de variáveis independentes explicativas em uma variável dependente, o presente estudo, quanto à sua abordagem, classifica-se como quantitativo, o qual prevê a mensuração de variáveis preestabelecidas com o objetivo de verificar e explicar sua influência sobre outras variáveis por meio de análises estatísticas. Sendo ainda, classificada quanto à sua natureza como pesquisa aplicada, na qual as informações e dados utilizados, por meio da aplicação de técnicas estatísticas, tornam possível a geração de conhecimentos para inferências práticas, dirigidas à solução de problemas específicos (GIL, 1999).

Com base em seus objetivos, o presente estudo é classificado como causal, o qual, conforme Gil (1999) testa se a existência de um evento ocasiona (ou não) a existência de outro evento. Dessa forma, uma relação causal significa uma mudança em um evento provocado por uma mudança correspondente a outro evento. A causalidade indica que uma mudança na variável ou em um conjunto de variáveis X (causa) faz com que ocorra uma mudança em Y (efeito). Em vista disso, a causalidade é estabelecida através de uma experimentação, na qual o pesquisador controla uma causa e observa qualquer mudança correspondente aos efeitos supostos (HAIR *et al.*, 2005). Por consequência, o controle é realizado pela manipulação experimental da variável causal.

Conforme Fonseca (2002) é necessário que a pesquisa torne possível a aproximação e maior compreensão da realidade investigada, dessa forma, com base em seus procedimentos, o presente estudo é classificado como uma pesquisa experimental, que conforme Gil (1999), consiste em determinar o objeto de estudo, selecionar as variáveis capazes de causar influência e definir formas de controle e observação dos efeitos produzidos por elas. A pesquisa experimental pode ser dividida em dois grupos: o laboratorial, no qual o ambiente criado é artificial; ou ainda, o de campo, no qual são criadas condições de manipulação dos sujeitos nas próprias organizações ou realidade pesquisa. O presente estudo, por apresentar tal característica, deve, conforme Fonseca (2002), selecionar dois grupos homogêneos, denominados “experimento” e de “controle”, aplicando um estímulo ao grupo experimental e compará-lo ao grupo de controle, objetivando avaliar as alterações.

Realizada a classificação da pesquisa, torna-se necessário, definir sua amostra de dados, bem como a forma de coleta, além do plano de análise dos mesmos.

5.2 POPULAÇÃO, AMOSTRAGEM E COLETA DE DADOS

A amostra do estudo é composta por empresas brasileiras de capital aberto cujos ativos são negociados na B3. Estas foram segmentadas, para a aplicação do modelo, em grupo de tratamento e de controle, as quais constituem empresas que se adequaram ao padrão internacional contábil mediante a implementação da lei 11.638 (2007) e, empresas cujas informações financeiras e contábeis já eram divulgadas conforme esse padrão no período anterior à vigência da lei devido à emissão de ADRs, respectivamente.

Com o objetivo de analisar o período anterior e posterior à implementação da lei 11.638, a qual foi implementada por meio de duas fases, tendo como período inicial para adequação o ano de 2007 e período final 2009, as informações e dados necessários para a análise abrangem

o período entre 2004 e 2012. Cabe, portanto, ressaltar que a escolha pelo horizonte de análise foi realizada em função do método, o qual objetiva a comparação dos grupos de tratamento e controle no período anterior e posterior à adequação ao padrão internacional contábil por meio da lei. Dessa forma, tem-se que, quanto mais próxima ao evento a janela de tempo analisada, maior ênfase está sendo dada ao evento estudado.

Optou-se, além disso, pela exclusão do período destinado à adequação das empresas, dessa forma, a análise será realizada com base em dois períodos: anterior à implementação da lei, que compreende informações de 2004 a 2006 e, o período após a implementação, constituído por informações que abrangem os períodos de 2010 a 2012, ambos compreendem informação referentes a três anos.

Embora a amostra seja composta por empresas ativas no mercado de capitais, sendo negociados atualmente na B3, compõem, igualmente, a amostra de dados, empresas cujos ativos estão cancelados, independentemente do setor de atuação ou segmento de listagem. Dessa forma, optou-se pela realização de alguns filtros para assegurar a confiabilidade dos resultados. Inicialmente foram excluídas empresas cujas informações apresentadas não abrangem o período mínimo de dois anos anterior ou posterior ao marco (período de adequação a lei entre 2007-2009). Também se fez necessária a exclusão de empresas pertencentes ao setor Fundos e Finanças e Seguros devido, principalmente, às características específicas na contratação de capital destas empresas.

No que tange aos dados, os mesmos foram coletados com auxílio do banco de dados Economática®, por meio de informações divulgadas nos relatórios anuais da empresa como balanço patrimonial, demonstração de resultados, além de indicadores de mercado e financeiros das empresas. Além destas, foram necessárias informações acerca do percentual acionário detido pelo principal acionista da empresa, seguido do percentual em posse dos três e cinco maiores acionistas, respectivamente, também obtidas por meio das informações disponibilizadas nesse banco de dados. As informações relacionadas às ADRs e empresas brasileiras emissoras destas, foram obtidas por meio de dados disponíveis na página da SEC.

Ainda no que tange aos dados, cabe ressaltar que foram coletadas informações com periodicidade anual, de empresas ativas ou canceladas que apresentem as características necessárias à amostra, expostas recentemente, além disso, visando a obtenção de dados mais representativos, os mesmos foram ajustados pela inflação.

5.3 MÉTODO

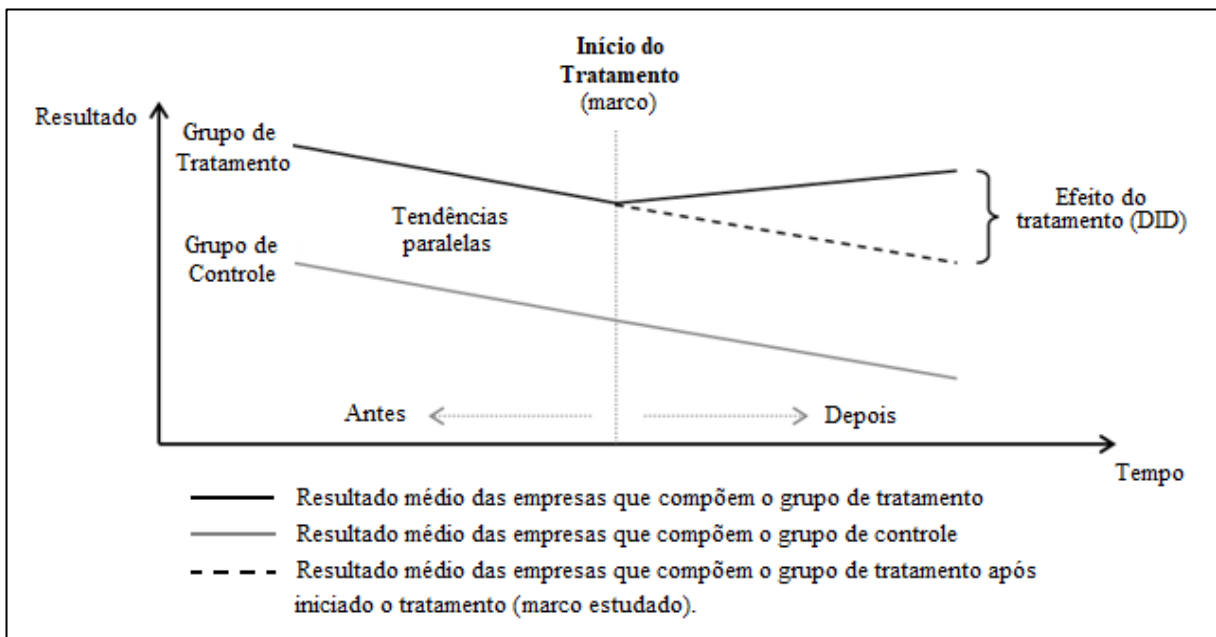
Diante do objetivo da pesquisa, o qual consiste em comparar dois grupos de empresas no que tange às suas práticas de governança corporativa e sua relação com o endividamento mediante um marco, especificamente a adoção do padrão internacional contábil, torna-se evidente a necessidade de utilização de um método que possibilitasse tal comparação. Para tanto, foi utilizada uma abordagem quase-experimental que, diferentemente do experimento real em que os elementos são escolhidos aleatoriamente para impedir o viés nas estimativas, os elementos em um quase experimento ou experimento natural emergem da forma como mudança é efetuada.

A estimação do modelo quase-experimental requer a comparação de uma amostra que recebeu um tratamento específico ou que sofreu uma mudança (denominado grupo de tratamento) e uma segunda amostra idêntica ou, o mais semelhante possível, que não recebeu o tratamento no período anterior e posterior à mudança (denominado grupo de controle). Dessa forma, tem-se, no presente estudo, o grupo de tratamento constituído por empresas que, mediante a imposição da lei 1.638 (2007) aderiram às IFRS e, como grupo de controle um grupo de empresas que, devido à dupla listagem por meio da emissão de ADRs, já estavam adequadas aos padrões exigidos pela lei.

Acerca da realização de pesquisas quase-experimentais, Schuntzemberger *et al.* (2015), relacionam o benefício de sua aplicação à redução dos vieses de seleção, normalmente ocorridos ao comparar indivíduos/empresas semelhantes quanto à determinadas características. Cabe ressaltar, no entanto que, ao realizar a avaliação de tratamento, vieses relacionados a diferenças no que tange à distribuição dos atributos observáveis entre os tratados e os controles, o viés de ausência de suporte comum e o viés da seleção podem ocorrer. Com o intuito de controlar os possíveis vieses que possam surgir na estimação do impacto das práticas de governança corporativa na estrutura de capital das empresas foi utilizado o método de Diferenças em Diferenças (*Difference in Difference –DID*).

Para Vig (2013), a estimação do DID é ideal quando estabelecidas relações causais em um quase-experimento, no qual são comparados os efeitos de um evento em grupos afetados por uma determinada intervenção com aqueles que não foram afetados. A Figura 2 apresenta a aplicação desse modelo, bem como seus elementos principais.

Figura 2- O modelo Diferenças em Diferenças



Fonte: Adaptado de Villa (2016) e Roberts e Whited (2013).

Para a estimação do modelo é necessário, conforme Villa (2016), que: a) sejam identificados dois grupos, um que sofreu a alteração (denominado tratamento) e outro que não apresenta mudanças (denominado controle); b) a existência de tendências paralelas entre ambos os grupos no período anterior à mudança estudada; c) a definição clara de um marco ou choque exógeno, o qual caracteriza o início da alteração no grupo tratado e; d) a suposição de que, mediante a ausência do choque, haveria tendência similar entre os elementos do grupo tratado e de controle.

Roberts e Whited (2013), argumentam ser a hipótese de correlação zero o principal pressuposto para a estimação do DID, tal condição implica que, na ausência do tratamento, a mudança média na variável resposta teria sido a mesma para ambos os grupos, de tratamento e de controle, conforme observado na Figura 02. Essa suposição é denominada tendências paralelas (*parallel trends*) visto que exige tendências semelhantes para ambos os grupos antes do tratamento. Ainda de acordo com os autores, ao assumir tendências paralelas, são assumidos três resultados distintos ao longo do período analisado. Os resultados médios das amostras que compõem os grupos de tratamento e controle são representados, na Figura 02, pelas linhas sólidas; os resultados contrafactuais são representados pela linha tracejada no período posterior

ao choque, após o início do tratamento, os quais representam o que teria acontecido com a amostra do grupo de tratamento se estes não houvessem sido expostos ao choque.

A estimação deste modelo mostra-se, para Roberts e Whited (2013), adequado para analisar efeitos de mudanças decorrentes do cenário econômico, político ou ambiente institucional, estando de acordo com Meyer (1995), relacionado ao seu potencial de contornar problemas relacionados a heterogeneidade. Apesar da disponibilidade de outros métodos existentes para a inferência causal não experimental, a estimação do DID pode alcançar resultados imparciais, ao mesmo tempo que explica a heterogeneidade invariante no tempo não observada (VILLA, 2016).

A estimação do modelo DID baseia-se na existência de um par de períodos que abranja informações antes ($t=0$) e depois ($t=1$) do choque ou marco estudado. No presente estudo, às informações referentes ao período anterior à vigência da lei é atribuído o “0”, contrariamente, no período após a implementação desta, que abrange o período posterior à 2010, é atribuído o “1”. Além disso, é necessária a disponibilidade de dois grupos de unidade i , o grupo de tratamento, que sofreu a mudança ($Z_i = 1$) e o grupo de controle, cuja mudança não foi observada ($Z_i = 0$). Dessa forma, é atribuído “1” às empresas que se adequaram às IFRS mediante imposição da lei, e “0” às empresas que já emitiam seus relatórios conforme o padrão internacional contábil devido à emissão de ADRs.

O indicador de tratamento DID requer a ausência de intervenção em ambos os grupos no período anterior ao choque ($D_{i,t} = 0 | Z_i = 1, 0$) e, que a intervenção seja positiva para o grupo de tratamento no período após a mudança ($D_{i,t} = 1 | Z_i = 1$). Para a variável de estudo, Y_{it} , o efeito do tratamento da população DID é dado pela diferença na variável de resultado para as unidades tratadas e de controle antes e depois da intervenção, conforme exposto pela Equação (13):

$$DID = \{E(Y_{it=1} | D_{it=1} = 1, Z_{it} = 1) - E(Y_{it=1} | D_{it=1} = 0, Z_i = 0)\} - \{E(Y_{iy=0} | D_{it=0} = 0, Z_{it} = 1) - E(Y_{it=0} | D_{it=0} = 0, Z_{it} = 0)\} \quad (13)$$

A pressuposição implícita do estimador DID é de que a diferença não observada entre a média do produto dos tratados e controles não varia com o tempo, permitindo a inferência que quando realizada a diferença em diferença, o viés da seleção seja anulado e o estimador DID não seja viesado. Para estimar os valores em (13), é utilizada uma regressão linear para a análise do DID, conforme a Equação (14):

$$Y_{it} = \delta_0 + \delta_1 \cdot post_t + \delta_2 \cdot treated_i + \delta_3 \cdot (treated_i \times post_t) + \varepsilon_{it} \quad (14)$$

em que i representa a empresa; t representa o tempo; Y_{it} a variável dependente do estudo; δ_1 capta fatores agregados que causariam mudanças em Y ao longo do tempo, mesmo na ausência de uma mudança de política; δ_2 capta possíveis diferenças entre os grupos de tratamento e de controle antes da mudança (choque) estudado; δ_3 representa o coeficiente de interesse; e ε_{it} o parâmetro de erro.

Ao analisar a amostra tratada e não tratada antes e após o período de mudança, é realizada a média dos produtos antes e depois da intervenção para cada grupo, tratado e não tratado, sendo a média entre essas diferenças o impacto estimado pelo modelo o coeficiente de interesse, δ_3 , especificamente, as diferenças em diferenças, conforme a Equação (15):

$$\hat{\delta}_3 = (\hat{y}_{(treat, post=1)} - \hat{y}_{(treat, post=0)}) - (\hat{y}_{(control, post=1)} - \hat{y}_{(control, post=0)}) \quad (15)$$

Para tornar exequível a análise das práticas de governança na estrutura de capital das empresas por meio do modelo DID, foi utilizado o Método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) – *Ordinary Least Squares* (OLS) para a estimação dos parâmetros de regressão, os quais permitem conhecer a influência de um conjunto de variáveis independentes sobre uma variável de interesse. A inclusão de variáveis de controle ao modelo DID é justificada pelo argumento de Roberts e Whited (2013, p. 526) ao afirmar que: “*Reason for including covariates include: efficiency, checks for randomization, and adjusting for conditional randomization.*”, no trecho seguinte, os autores expõem ainda que: “*Assuming random or exogenous assignment to treatment and control groups, the OLS estimate of the treatment effect of the DID estimator is more efficient with additional exogenous controls because these controls reduce the error variance.*”

Apresentada a abordagem econométrica, bem como, após definidas as variáveis do estudo, é apresentado pela Equação (16) o modelo analítico de pesquisa (modelo 14 acrescido das variáveis de controle).

$$Y_{igt} = \alpha + \delta_3 \cdot (treated_i \times post_t) + \beta \cdot X_{igt} + \gamma_g + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (16)$$

em que i refere-se à empresa; g ao período; t representam o segmento; Y_{igt} refere-se à variável dependente do estudo (sendo utilizadas quatro medidas para alavancagem); δ_3 representa o estimador DID; X_{igt} representa o vetor de variáveis de controle do estudo (porte, rentabilidade, tangibilidade, oportunidades de crescimento e investimento, risco, práticas de governança corporativa e, benefícios fiscais); γ_g e λ_t indicam os efeitos fixos industriais e efeitos fixos temporais, respectivamente e; por fim, ε_{it} o parâmetro de erro.

5.4 DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS DO MODELO

Objetivando a análise das práticas de governança corporativa na estrutura de capital das empresas estudadas, mediante a imposição da lei 11.638 (2007), bem como tornando possível a aplicação do modelo econométrico do estudo (apresentados da seção seguinte), a presente seção apresenta as variáveis utilizadas na construção deste. Inicialmente são apresentadas as variáveis dependentes, seguidas das variáveis de controle do modelo.

5.4.1 Variáveis dependentes

A estrutura de capital de uma empresa, constituída por capital próprio e de terceiros, é normalmente representada em pesquisas da área pelo seu índice de endividamento. A vasta literatura acerca do tema permite a escolha de variáveis dependentes com base nas teorias e pressupostos estudados. A relevância da escolha desta medida, assim como sua relação com os resultados auferidos, é enfatizada por Rajan e Zingales (1995), para os quais a extensão da alavancagem e sua medida são influenciados pelo foco da análise.

Ao elencar as variáveis dependentes neste estudo, especificamente, são utilizadas como medidas de estrutura de capital que representam a alavancagem variáveis a valor de mercado e contábil. Tal escolha foi pautada no argumento de Titmam e Wessels (1988), os quais justificam a utilização de ambas medidas devido à possibilidade de controlar possíveis correlações espúrias, ademais, os autores ainda justificam sua utilização pela possibilidade de separar os efeitos da estrutura de capital sugeridos pela literatura.

A utilização de medidas a valor de mercado e contábil possibilita o debate dos resultados relacionados à alavancagem sob duas óticas diferentes e, em função disso, têm apresentado opiniões divergentes na literatura. Frank e Goyal (2009) argumentaram que, em mercados de capitais com altas flutuações, os números com base nas informações de mercado podem não

ser totalmente confiáveis para guiar a política financeira da empresa. Myers (1977), por sua vez, defende a utilização de medidas a valor contábil, por meio de argumento semelhante ao de Graham e Harvey (2001) ao afirmarem ser as medidas a valor contábil consideradas de maior relevância pelos gestores em função de que a capacidade e endividamento das empresas são mais bem explicados pelos seus ativos registrados e não em resposta ao mercado acionário.

Em contrapartida, o argumento de que o valor contábil é utilizado como maneira de igualar ambos os lados do balanço e não de evidenciar um número gerencial foi exposto por Welch (2004). Segundo o autor, as variáveis a valor contábil estão voltadas para o passado, haja vista que elas medem o que aconteceu, diferentemente das medidas a valor de mercado, considerados prospectos para as empresas.

As medidas utilizadas, expostas pelo Quadro 5, além de segmentadas em relação ao valor de mercado e contábil, são ainda, classificadas em alavancagem total e de longo prazo.

Quadro 5 - Variáveis dependentes do estudo

Variável	Código	Medida	Estudos que utilizaram a variável*
VARIÁVEIS DEPENDENTES			
Alavancagem Total ao Valor de Mercado dos Ativos	TLM	(Passivo oneroso de curto prazo + Passivo oneroso de longo prazo) / Valor de mercado dos ativos	Lemmon <i>et al.</i> (2008) e Frank e Goyal (2008); Rajane Zingales (1995)
Alavancagem Total ao Valor Contábil dos Ativos	TLA	(Passivo oneroso de curto prazo + Passivo oneroso de longo prazo) / Valor contábil dos ativos	Lemmon <i>et al.</i> (2008) e Frank e Goyal (2008); Rajane Zingales (1995)
Alavancagem de longo prazo ao Valor de Mercado dos Ativos	LLM	Passivo oneroso de longo prazo / Valor de mercado dos ativos	Lemmon <i>et al.</i> (2008) e Frank e Goyal (2008)
Alavancagem de longo prazo ao Valor Contábil dos Ativos	LLA	Passivo oneroso de longo prazo / Valor contábil dos ativos	Lemmon <i>et al.</i> (2008) e Frank e Goyal (2008)
Dívida Líquida	DL	Passivo oneroso de curto e longo prazo - disponível em caixa / Ativo Total	Lemmon <i>et al.</i> (2008) e De Angelo e Roll (2015)

Fonte: Elaborado pela autora.

Nota: Foi utilizado o conceito de Chung e Pruitt (1994) para medir o valor de mercado dos ativos, que consideram $(MVE + PS + D)$, onde MVE é o produto entre preço da ação da empresa e o número de ações ordinárias em circulação, PS é o valor de liquidação das ações preferenciais em circulação e D é a dívida total.

Em que: * - indicam possíveis adaptações para o contexto analisado.

As medidas para alavancagem total são alavancagem total ao valor de mercado (TLM) e alavancagem total ao valor contábil dos ativos (TLA). As variáveis relacionadas a alavancagem de longo prazo, por sua vez: são a proporção de alavancagem de longo prazo para

o valor de mercado dos ativos (LLM) e alavancagem de longo prazo para valor contábil dos ativos (LLA). Ademais, tem-se ainda como medida de estrutura de capital o endividamento líquido (DL), calculada pela diferença entre o passivo oneroso e os recursos disponíveis em caixa, sobre o ativo total da empresa.

Além das variáveis dependentes, recentemente expostas, fez-se o uso de um conjunto de variáveis de controle, consensuais na literatura acerca da estrutura de capital e seus determinantes, conforme exposto nas seções seguintes.

5.4.2 Variáveis de controle

As variáveis de controle, assim como as demais variáveis apresentadas, foram selecionadas a partir do objetivo do estudo, assumindo-se, portanto, associação entre essas medidas e a escolha pela estrutura de capital das empresas, sendo estas, rentabilidade, porte, oportunidade de crescimento, oportunidade de investimento, natureza dos ativos, impostos e risco e práticas de governança corporativa. Foram também elencadas *dummies* relacionadas aos efeitos fixos industriais e temporais.

O Quadro 6 apresenta as variáveis de controle e *dummies* que compõem o presente estudo. Neste também são apresentados o código das variáveis, sua medida e estudos que utilizaram as mesmas, bem como sua relação com as teorias estudadas. As variáveis apresentadas no Quadro 6, são discutidas separadamente e analisadas sob a ótica das teorias abordadas e sua relação com o endividamento.

- Rentabilidade

No presente estudo foram utilizadas duas medidas de rentabilidade, sendo: retorno dos ativos e fluxo de caixa livre. Conforme Frank e Goyal (2009), empresas rentáveis enfrentam menores custos de dificuldades financeiras e usufruem de maiores benefícios fiscais. Dessa forma, partindo dos pressupostos apresentados pela teoria do *Trade-Off*, quanto maior a rentabilidade maior o endividamento. Contrariamente, é esperada relação inversa se analisada sua relação sob a ótica da hierarquia de financiamento, haja visto que, conforme seus pressupostos, as empresas utilizam lucros retidos para financiar seus investimentos, dessa forma, no cenário de maior rentabilidade as empresas teriam a possibilidade de acumular recursos ao longo dos períodos para financiar seus projetos, evitando a contratação de capital.

Quadro 6 - Variáveis de controle do modelo

(continua)

Variável	Código	Medida	Estudos que utilizaram a variável	Sinal esperado c/ alavancagem
VARIÁVEIS DE CONTROLE				
Rentabilidade				
Retorno dos Ativos	ROA	Lucro Operacional / Total de Ativos	Frank e Goyal (2009); Graham <i>et al.</i> (2015); Lemmon <i>et al.</i> (2008)	Neg./Pos.
Fluxo de Caixa Livre	FCL	[Resultado Operacional x (1-T) + Depreciação - Capex] / Ativo Total	Lemon <i>et al.</i> (2008)	Neg./Pos.
Porte				
Ativo Total	AT	Log. do Ativo Total	Lemmon <i>et al.</i> (2008); Frank e Goyal (2009); Albanez (2012); Devos <i>et al.</i> (2017)	Neg./Pos.
Patrimônio Líquido	PL	Log. do Patrimônio Líquido	Sonza e Kloeckner (2014)	Neg./Pos.
Receita Líquida	R	Log. da Receita Líquida	Rajan e Zingales (1995); Silveira (2004); Frank e Goyal (2009); Sonza e Kloeckner (2014); De Angelo e Roll (2015); Devos <i>et al.</i> (2017); Graham <i>et al.</i> (2015); Taratin Jr. e Valle (2015)	Neg./Pos.
Oportunidades de Crescimento				
Mudança dos Ativos	LMA	Log. Ativo Total – Log. Ativo Total _{t-1})	Frank e Goyal (2009)	Neg./Pos.
Crescimento	CAPEX	Variação do Gasto com Despesas de Capital/Ativos	Frank e Goyal (2009); Axelson <i>et al.</i> (2013); Locan e Caldeira (2014)	Neg./Pos.
Oportunidades de Investimento				
Q de Tobin	Q	Valor de Mercado / Ativo Total	Silveira (2004); Futema <i>et al.</i> (2009); Catapan e Colauto (2014); Leal (2004)	-
Natureza dos Ativos				
Tangibilidade	TANG	Imobilizado/Ativo Total	Kieschnick e Moussawi (2018); Lemmon <i>et al.</i> (2008); Taratin Jr. e Valle (2015); De Angelo e Roll (2015). Graham <i>et al.</i> (2015); Locan e Caldeira (2014)	Neg./Pos.
Risco				
Risco	RISC	Desvio Padrão (Resultado Operacional/Ativo Total)	Frank e Goyal (2009); Correa <i>et al.</i> (2013); Taratin Jr. e Valle (2015)	Neg.
Impostos				
Benefício Fiscal	BF	Imp.= alíquota IR x Despesas Financeiras/Ativo Total	Frank e Goyal (2009); Lemmon, Roberts e Zender (2008); Kane <i>et al.</i> (1985)	Pos.
Governança Corporativa				
Propriedade do maior acionista	APC	Montante percentual de ações ordinárias pertencente ao acionista principal da empresa	Sonza e Kloeckner (2014); Okimura <i>et al.</i> (2007); Caixe e Krauter (2013)	Neg./Pos.
Propriedade dos três acionistas principais	TPAC	Somatório do percentual de ações ordinárias dos três principais	Sonza e Kloeckner (2014); Okimura <i>et al.</i> (2007)	Neg./Pos.

		acionistas da empresa		
Propriedade dos cinco acionistas principais	CPAC	Somatório do percentual de ações ordinárias dos cinco principais acionistas	Sonza e Kloeckner (2014)	Neg./Pos.
<i>Dummies</i>				
Efeitos Fixos Industriais	EFind	<i>Dummies</i> em que 1 indica que a empresa pertence ao ramo industrial e 0 CC**	Sonza e Kloeckner (2014);	-
Efeitos Fixos Temporais	EFtemp	<i>Dummies</i> em que 1 indica que a empresa pertence ano em que o dado é gerado e 0 CC**	Sonza e Kloeckner (2014); Caixe e Krauter (2013)	-

Fonte: Elaborado pela autora.

Em que: nd* - não definida; CC** - caso contrário; TO – teoria do *Trade Off*; PO – teoria do *Pecking Order* e; MT – teoria do *Market Timing*

- Porte

O tamanho da empresa, representada por três medidas no presente estudo: logaritmo do ativo total, da receita líquida e do patrimônio líquido, apresentam relação direta com suas decisões de financiamento, pois conforme afirmam Titman e Wessels (1988), empresas de maior porte são frequentemente mais diversificadas, acarretando na diminuição da volatilidade dos seus fluxos de caixa e a probabilidade de passarem por dificuldades financeiras o que, como consequência, as influencia a alcançarem melhor reputação em mercados financeiros.

A relação do porte da empresa com sua estrutura de capital é contraditória se analisada à luz das principais teorias acerca do tema. Conforme a perspectiva da teoria do *Trade-Off*, é esperada relação positiva entre o tamanho das empresas o endividamento das mesmas, haja visto que, o tamanho da empresa influencia a tomada de capital desta, acarretando maior endividamento. A relação positiva entre elas é justificada pelo argumento de Correa *et al.* (2013), os quais afirmam que grandes empresas, normalmente consolidadas há mais tempo no mercado são, em geral, mais diversificadas que as pequenas empresas, o que as influencia a tomar capital externo.

Contrariamente, pela ótica da teoria do *Pecking Order* é esperada relação inversa entre o porte e o endividamento da empresa já que, conforme Frank e Goyal (2009), as grandes empresas são, normalmente, mais antigas e conhecidas no mercado, o que, portanto, pode influenciar a retenção de lucros oriunda de períodos passados para o financiamento de projetos atuais da empresa.

- Oportunidade de Crescimento

Para Frank Goyal (2009), o crescimento aumenta os custos de dificuldades financeiras, reduz os problemas de fluxo de caixa e agrava os problemas de agência; sendo, portanto, relacionado tanto positivo, quanto negativamente à alavancagem das empresas. Sob interpretação da teoria do *Trade Off*, o crescimento é relacionado a ativos intangíveis e expectativas futuras, os quais perdem valor mediante a liquidação da empresa (GOMES e LEAL, 2000), havendo, portanto, relação negativa entre essas variáveis. Ademais, para Kirch (2008), empresas cuja oportunidade de crescimento é alta necessitam constantemente de recursos para novos investimentos, o que as influencia a manter baixos níveis de endividamento para que, mediante a necessidade de recursos, esses pudessem ser captados com maior facilidade. Contrariamente, pelo modelo do Pecking Order, empresas com mais investimentos - desde que mantida a rentabilidade - devem acumular mais dívidas ao longo do tempo (FRANK e GOYAL, 2009), isso porque o montante de lucros retidos não seria suficiente para financiar os projetos da empresa.

As oportunidades de crescimento, conforme apresentado pelo Quadro 6, são medidas por duas variáveis: mudança dos ativos e o gasto com capital, as quais por representam saída de caixa, aumentam progressivamente com o financiamento, sendo conforme Syhyam-Sunder e Myers (1999), relacionadas positivamente com a utilização da dívida.

- Oportunidade de Investimento

A variável Q de Tobin, proposta por Tobin e Brainard (1968) e Tobin (1969), foi definida originalmente como a relação entre o valor de mercado do capital de terceiros e o valor de mercado do capital próprio da empresa dividido pelo valor de reposição de seus ativos fixos. Devido, no entanto, à dificuldade no levantamento dos dados, medidas paralelas passaram a ser consideradas para tornar plausível a aplicação desta.

Conforme Famá e Barros (2000) e Colauto *et al.* (2009), a utilização do Q de Tobin pode ser considerada uma medida de indiscutível utilização em diferentes aplicações na área de finanças. Sendo, para Famá e Barros (2000), interpretada como um importante indicador de oportunidades de novos investimentos rentáveis disponíveis para a empresa. Dessa forma, se o Q de uma empresa é maior do que 1, em um mercado eficiente, pode-se afirmar que o valor de mercado desta é maior do que o custo de seus ativos, o que indica potencial para gerar lucros futuros. Assim, quanto maior o Q, mais incentivo para a empresa investir em ativos, visto que

o retorno em lucros futuros é maior. Contrariamente, se o Q for inferior a 1, o valor de mercado atribuído à empresa é menor que o valor de seus ativos.

Cabe, ressaltar que, em parte da literatura acadêmica cujo uso da variável Q foi relacionada às oportunidades de investimento, utilizou-se o Q marginal de Tobin, no entanto, devido à disponibilidade de dados acerca das empresas no contexto estudado, utilizar-se-á o valor de mercado da empresa dividido pelo seu ativo total.

- Tangibilidade

A utilização da variável tangibilidade como determinante da estrutura de capital das empresas é consensual na literatura, pois empresas que possuem ativos tangíveis tendem a contrair recursos e usá-los como garantia do cumprimento da dívida. A relação positiva entre a tangibilidade dos ativos e os níveis de endividamento é esclarecida por meio do argumento de Frank e Goyal (2009), para os quais os ativos tangíveis são mais fáceis de serem valorizados por agentes externos se comparados à ativos intangíveis e, para Rajan e Zingales (1995), devido à facilidade de colateralizá-los, situação na qual os custos de agência seriam reduzidos devido à menor percepção de risco pelo credor após a captação de recursos, os quais poderiam reter um maior valor da empresa em caso de liquidação, já que os ativos intangíveis perdem valor em tal situação. Por meio das premissas apresentadas, os credores prefeririam, portanto, emprestar recursos para empresas que possuem alta tangibilidade de seus ativos (KIRCH, 2008).

Não obstante, se analisado sob a ótica da hierarquia de financiamento, proposta pelas premissas da teoria do *Pecking Order*, é esperada relação oposta entre a tangibilidade e o endividamento da empresa já que, para Frank e Goyal (2009), baixos níveis de assimetria de informação associados aos ativos tangíveis torna a emissão de ações menos onerosa, tornando menor a alavancagem de empresas com maior tangibilidade. Sendo as empresas com alto volume de ativos tangíveis empresas de grande porte, Medeiros e Daher (2008) defendem a possibilidade de emissão de ações destas empresas serem realizadas a preços mais justos, desestimulando a emissão de novas dívidas.

A importância do estudo dessa variável no contexto de mercado brasileiro, operacionalizada pelo imobilizado em relação ao ativo total, é reforçado por Valle e Albanez (2012), os quais afirmam que, devido às altas taxas de juros e parcelas de curto prazo, o financiamento é fortemente influenciado por penhoras e hipotecas em linhas de crédito nas quais os bancos exigem ativos reais em operação.

- Risco

O risco de falência da empresa, medido pela razão entre o desvio padrão do resultado operacional sobre o ativo total, apresenta, conforme literatura sobre o tema, relação negativa com o endividamento da empresa, tendo em conta que, conforme Myers (1984) empresas de maior risco, apresentam maior probabilidade de *default* e custos de dificuldades financeiras, o que reduz a probabilidade desta levantar fundos para financiamento, pois nessa situação, para Correa *et al.* (2013), os credores sentem-se menos seguros para emprestar recursos para empresas arriscadas e, quando o fazem, cobram maiores custos financeiros.

Em suma, mediante o risco, a empresa apresentaria maior dificuldade para contrair recursos externos, tendo menos benefícios fiscais com a adição das dívidas, o que evidencia relação negativa entre as variáveis sob a ótica da teoria do *Trade Off*. A relação negativa também é evidenciada pela teoria do *Pecking Order*, podendo argumentar-se que, mediante os pressupostos dessa teoria, as empresas tendem a acumular recursos em períodos de superávit, reduzindo o financiamento em períodos deficitários, cujo risco é mais alto.

- Impostos

Utilizar-se-á o benefício fiscal como *proxy* para observar o efeito dos impostos no endividamento das empresas. A relação esperada entre os impostos e a alavancagem é positiva, em virtude de que impostos mais altos elevam os benefícios fiscais da dívida (FRANK e GOYAL, 2009; SHYAM-SUNDER e MYERS, 1999). Tal argumento está fundamentado no modelo do *Trade Off*, no qual as empresas podem aproveitar benefícios fiscais ao ampliar seu endividamento, dessa forma, mediante um aumento na alíquota de impostos, tais benefícios seriam aproveitados em maior escala, pois de acordo com Modigliani e Miller (1963), quanto maior a alavancagem da empresa, menor será o montante de imposto de renda pago.

- Governança Corporativa

Para as práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas, foram usadas *proxies* referentes ao percentual de ações ordinárias detido pelo maior acionista; o percentual de ações ordinárias detido pelos três maiores acionistas, e por fim, pelos cinco maiores acionistas. A escolha por essas variáveis está relacionada à associação existente entre o percentual de ações detido pelos acionistas majoritários, cuja posse de ações ordinárias constitui a estrutura de controle das empresas e, mediante a concentração desta, a possibilidade de expropriação dos direitos dos acionistas.

Conforme conjecturado por Caixe e Krauter (2013), o aumento da concentração de ações ordinárias, *ceteris paribus*, acarreta em uma redução do valor de mercado da firma em virtude da maior possibilidade de expropriação da riqueza dos acionistas minoritários, dado o elevado controle sobre o processo de decisão exercido pelo(s) grande(s) acionista(s). A escolha por essas variáveis é adequada, visto que, a estrutura da governança corporativa no Brasil tem como característica a forte concentração do direito de propriedade e controle em um acionista ou bloco de controle (MARQUES *et al.*, 2015).

Sob a ótica especificamente da estrutura de controle e sua relação com o endividamento, Procianny e Schnorrenberger (2004) afirmam que os estudos que buscaram examinar a relação entre essas duas variáveis exploraram o fato das ações terem direito a voto, ao passo que a dívida não tem e, de algumas decisões poderem ser implementadas com o objetivo de manter o controle acionário por parte dos atuais acionistas.

- Variáveis *Dummies*

Por fim, foram utilizadas três variáveis *dummies*. A primeira delas, “EFind”, refere-se aos efeitos fixos industriais, que assume valor igual a 1 (um) se a empresa pertencer à indústria e 0 (zero) caso contrário. Da mesma forma, para a *dummy* efeitos fixos temporais, “Eftemp”, o valor 1 (um) indica o ano em que o dado é gerado e 0 (zero) caso contrário.

6. ANÁLISE DE RESULTADOS

O presente capítulo objetiva a apresentação e discussão dos resultados obtidos por meio da realização dos procedimentos metodológicos. Para tanto, está dividido em três sessões, sendo a primeira voltada à apresentação da estatística descritiva, assim como do teste de correlação. A segunda seção apresenta os principais resultados da pesquisa, a qual evidencia, inicialmente, a análise gráfica do endividamento com intuito de comparar empresas que compõem o grupo de tratamento e controle; posteriormente, são apresentados e discutidos os resultados do modelo diferenças em diferenças. Por fim, são expostos os testes de robustez, os quais têm por finalidade dar maior confiabilidade aos resultados obtidos.

6.1 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS E ANÁLISE DE CORRELAÇÃO DAS VARIÁVEIS

Essa seção objetiva a apresentação da estatística descritiva e análise de correlação das variáveis que compõem o estudo. As Tabelas 1 e 2 apresentam a estatística descritiva das variáveis para os grupos de tratamento (empresas que passaram pela alteração devido à adoção das IFRS) e controle (empresas que, por emitirem ADR's no período anterior à implementação às IFRS, já estavam adequadas ao padrão internacional contábil), respectivamente. Ambas as tabelas abrangem o período disponível de dados para a amostra, que compreende informações de 1995 a 2017 (embora tenha sido realizado um “recorte” no período de análise, conforme exposto anteriormente), a opção pela apresentação da estatística descritiva com dados ao longo de um horizonte de tempo de vinte e três anos, foi realizada para apresentar os dados e permitir possíveis comparações posteriores.

Com o objetivo de reduzir a presença de *outliers* e, em consequência, tornar a análise de resultados mais fidedigna, optou-se pela winsorização das variáveis a 1%. Conforme exposto, as variáveis após winsorizadas apresentaram média e mediana muito próximas, com exceção das medidas de endividamento a valor de mercado, as representativas do porte e o Q de Tobin. Tal aproximação evidencia consistência nos dados analisados em ambas as amostras, de tratamento e de controle.

Ao serem analisadas e comparadas as medidas de endividamento entre ambos os grupos no período total da amostra, torna-se evidente que as empresas que compõem o grupo de controle apresentaram índices mais elevados de endividamento se comparados às empresas que constituem o grupo de tratamento. O teste t evidenciou essas diferenças, todas significativas

estatisticamente ao nível de 1%. Especificamente às medidas de endividamento a valor de mercado, dívida total e de longo prazo, ficou evidente que as empresas que compõem o grupo de controle apresentaram maiores níveis de alavancagem, cuja média foi de 0.205 e 0.099, respectivamente; se comparada às empresas pertencentes ao grupo de tratamento, 0.072 e 0.033 nos períodos anterior e posterior ao evento estudado, respectivamente. Se analisados os valores referentes à alavancagem a valor contábil, TLA e LLA, e a dívida líquida, foram observados valores semelhantes entre os grupos.

Acerca, especificamente, das variáveis representativas de porte, embora o FCL tenha apresentado média próxima para ambos os grupos a qual não apresentou significância estatística no teste t, as empresas que compõem o grupo de controle mostraram-se mais rentáveis se comparadas às do grupo de tratamento, cujos índices foram de 5.20% e 3.20%, respectivamente, significativas estatisticamente ao nível de 1% por meio do teste t. De maneira semelhante, também foram observadas alterações no que tange à imobilização do Ativo Total, sendo 35% deste imobilizado por empresas que constituem o grupo de controle e, 29% por empresas do grupo de tratamento.

Contrariamente, o CAPX apresentou discrepância de valores, diferença testada estatisticamente, evidenciando que, em empresas que compõem o tratamento, 7.3% do ativo total é investido em capital, ao passo que, em empresas do grupo de controle, esse investimento é reduzido para 3.6%. Quanto às mudanças nos ativos, as quais costumam estar positivamente relacionadas ao aumento do endividamento, foram obtidas médias de 11.69 e 14.28 para os grupos de tratamento e controle, respectivamente, diferença está estatisticamente significativa ao nível de confiança de 1%, corroborando os níveis mais elevados de endividamento atribuídos às empresas emissoras de ADRs. Também foram encontradas discrepâncias estatisticamente significativas ao serem consideradas medidas do porte da empresa (ativo total, receita e patrimônio líquido), as quais, devido à suas características, foi aplicado logaritmo neperiano.

Tabela 1 - Estatística descritiva: Grupo de Tratamento no período total

Estat.	TLM	TLA	LLM	LLA	DL	RISC	ROA	AT⁽¹⁾	PL⁽¹⁾	R⁽¹⁾
N	3228	6735	3228	6735	6725	6736	6736	6736	6736	6708
Média	0.072	0.534	0.033	0.262	0.176	0.052	0.032	1.80x10 ⁰⁷	8146080	8165219
Mediana	6.94x10 ⁻⁶	0.547	2.44x10 ⁻⁶	0.250	0.159	0.037	0.038	2160577	822000	1076425
p10	1.49x10 ⁻⁸	0.172	1.16x10 ⁻⁹	0.010	-0.052	0.007	-0.036	115211	35770	347.5025
p25	1.66x10 ⁻⁷	0.375	4.24x10 ⁻⁸	0.101	0.043	0.017	0.004	535629	201325	218475
p75	0.007	0.697	0.003	0.389	0.287	0.069	0.072	6397986	2351265	3468463
p90	0.170	0.835	0.082	0.515	0.426	0.120	0.112	2.00x10 ⁰⁷	7050312	9651532
Var	0.046	0.068	0.009	0.037	0.039	0.002	0.005	1.73x10 ¹⁶	8.42x10 ¹⁵	1.74x10 ¹⁵
Min	3.57x10 ⁻⁹	0.074	0.000	0.000	-0.170	0.003	-0.242	0.015	0.000	-1419387
Max	0.906	2.653	0.407	1.019	1.050	0.262	0.144	6.04x10 ⁰⁹	5.55x10 ⁰⁹	8.18x10 ⁰⁸
SE	0.214	0.262	0.097	0.193	0.197	0.050	0.071	1.32x10 ⁰⁸	9.18x10 ⁰⁷	4.17x10 ⁰⁷
Ass.	3.298	1.430	3.241	0.655	0.678	2.118	-1.523	28.660	47.0144	10.725
Kurt.	12.551	14.865	12.174	3.276	4.041	8.593	7.096	1145.08	2594.98	141.627
Teste T	6.47	3.48	7.10	5.34	-3.58	-3.32	4.56	6.50	3.57	10.21
P	0.000	0.0002	0.000	0.000	0.0002	0.0004	0.0000	0.0000	0.0002	0.0000

Estat.	FCL	Q	TANG	MA	CAPX	BF	APC	TPAC	CPAC
N	6731	3228	6731	4395	6730	6704	5822	5822	5815
Média	-0.265	0.654	0.298	11.695	0.073	-0.822	60.778	79.243	83.313
Mediana	-0.232	0.006	0.283	11.887	0.002	-0.642	58.577	85.699	89.881
p10	-0.648	342x10 ⁻⁷	0.000	8.589	0.000	-2.902	22.124	47.103	53.979
p25	-0.451	6.17x10 ⁻⁶	0.042	10.173	0.000	-1.603	37.722	65.247	71.793
p75	-0.033	0.272	0.494	13.303	0.039	0.137	88.301	97.843	98.647
p90	0.051	2.137	0.671	14.530	0.220	1.195	99.885	99.999	99.999
Var	0.069	2.474	0.061	4.826	0.029	3.091	763.339	419.827	316.768
Min	-0.859	5.20x10 ⁰⁸	0.000	7.055	0.000	-8.069	15.284	34.380	42.432
Max	0.090	6.274	0.775	15.497	0.667	2.244	99.999	100.000	100.000
SE	0.263	1.573	0.248	2.196	0.170	1.758	27.628	20.489	17.797
Ass.	-0.522	2.820	0.355	-0.291	2.764	-1.027	-0.020	-0.775	-0.941
Kurt.	2.321	9.794	1.910	2.416	9.384	5.55	1.749	2.405	2.679
Teste T	0.00	-3.62	3.54	17.14	-3.51	0.11	-0.14	1.15	-0.34
P	0.4997	0.0000	0.0002	0.0000	0.0002	0.4538	0.4407	0.1241	0.3639

Fonte: Elaborada pela autora com base nos dados da pesquisa.

Tabela 2 - Estatística descritiva: Grupo de Controle no período total

Estat.	TLM	TLA	LLM	LLA	DL	RISC	ROA	AT⁽¹⁾	PL⁽¹⁾	R⁽¹⁾
N	120	274	120	274	274	274	274	274	274	274
Média	0.205	0.589	0.099	0.325	0.133	0.041	0.052	7.12x10 ⁰⁷	2.82x10 ⁰⁷	3.53x10 ⁰⁷
Mediana	0.001	0.583	0.000	0.328	0.126	0.033	0.049	2.79x10 ⁰⁷	9736473	1.55x10 ⁰⁷
p10	4.08x10 ⁻⁷	0.409	1.58x10 ⁻⁷	0.158	-0.007	0.005	0.009	4498846	1713483	2381343
p25	6.58x10 ⁻⁶	0.479	3.68x10 ⁻⁶	0.248	0.062	0.013	0.027	1.40x10 ⁰⁷	3926168	7998803
p75	0.240	0.678	0.162	0.399	0.203	0.060	0.076	4.28x10 ⁰⁷	1.61x10 ⁰⁷	2.85x10 ⁰⁷
p90	0.906	0.792	0.407	0.481	0.277	0.090	0.106	1.70x10 ⁰⁸	4.80x10 ⁰⁷	5.35x10 ⁰⁷
Var	1188.461	0.022	0.025	0.017	0.013	0.001	0.001	2.42x10 ¹⁶	4.69x10 ¹⁵	4.80x10 ¹⁵
Min	0.118	0.238	1.28x10 ⁻⁸	0.013	-0.170	0.003	-0.198	914936	152363	176843
Max	5.73x10 ⁻⁸	0.977	0.407	0.789	0.574	0.218	0.144	9.60x10 ⁰⁸	4.57x10 ⁰⁸	3.92x10 ⁰⁸
SE	0.906	0.149	0.161	0.130	0.118	0.034	0.043	1.56x10 ⁰⁸	6.85x10 ⁰⁷	6.93x10 ⁰⁷
Ass.	0.344	0.367	1.251	0.242	0.236	1.245	-0.057	4.1305	4.487	3.622
Kurt.	3.147	3.835	2.835	3.753	3.992	5.063	6.774	20.515	24.327	15.504

Estat.	FCL	Q	TANG	MA	CAPEX	BF	APC	TPAC	CPAC
N	274	120	274	215	274	274	127	127	118
Média	-0.265	0.054	0.352	14.281	0.036	-0.809	60.409	81.362	82.738
Mediana	-0.257	0.000	0.346	14.457	0.003	-0.587	59.121	88.610	89.741
p10	-0.506	5.20x10 ⁻⁸	0.120	12.541	0.000	-2.241	25.284	56.697	58.409
p25	-0.387	2.06x10 ⁻⁷	0.237	13.583	0.000	-1.236	43.592	67.937	71.061
p75	-0.128	0.009	0.474	15.325	0.028	-0.044	80.122	99.920	98.315
p90	-0.022	0.148	0.581	15.497	0.131	0.467	99.999	100.000	99.985
Var	0.031	0.030	0.030	1.229	0.006	2.073	625.218	360.388	271.119
Min	-0.711	5.20x10 ⁻⁸	0.004	10.465	0.000	-8.069	15.284	34.380	42.432
Max	0.090	1.074	0.732	15.497	0.551	2.244	99.999	100.000	100.000
SE	0.177	0.175	0.174	1.108	0.080	1.439	25.004	18.983	16.465
Ass.	-0.192	4.17	-0.069	-0.886	3.623	-2.125	0.160	-0.805	-0.789
Kurt.	2.270	21.364	2.480	3.274	18.476	10.582	2.160	2.651	2.717

Fonte: Elaborada pela autora com base nos dados da pesquisa.

Os dados apresentados pelas Tabelas 1 e 2 evidenciam ainda que, se observadas a variância e o desvio padrão, não foi encontrada grande dispersão entre as medidas de endividamento líquido e a valor contábil, variáveis representativas de risco, rentabilidade, tangibilidade e CAPEX.

Além de comparar a estatística descritiva das variáveis que compõem o modelo entre os grupos de tratamento e controle, buscou-se ainda, realizar tal comparação levando em consideração o marco estudado, especificamente, a adequação das empresas ao padrão internacional contábil. Com esse objetivo, as Tabelas 3 e 4 apresentam as estatísticas descritivas das empresas que compõem o grupo de tratamento no período anterior e posterior à adequação às IFRS, respectivamente. Tal análise mostra-se de grande relevância para o estudo por tornar possível a comparação dos valores obtidos para as variáveis estudadas mediante o marco analisado, particularmente, relevantes para a pesquisa devido à possibilidade de comparação dos valores após a adoção das práticas contábeis impostas pela lei 11.638 (2007).

Em termos de média e mediana, assim como na amostra para o período total analisado, ambas as tabelas 3 e 4 apresentaram valores próximos à maioria das variáveis do estudo, comprovando consistência dos dados estudados. O mesmo ocorreu com a variância e o desvio padrão, cujos valores são próximos se comparadas às empresas do grupo de tratamento no período anterior e posterior ao marco entre as variáveis representativas de endividamento a valor contábil e dívida líquida, risco, rentabilidade, tangibilidade e mudança dos ativos.

Em termos de alavancagem, ao observar a média apresentada, é possível inferir que as empresas de tratamento, após a adequação ao padrão internacional contábil, passaram a utilizar níveis de endividamento mais elevados. Especificamente, a TLM alterou-se de 0.045 para 0.102, nos períodos anteriores e posteriores à lei, respectivamente. Esse comportamento também foi observado para a LLM, alterando-se de 0.019 para 0.049, essas variações em termos de contratação de dívida apresentaram significância estatística, conforme corroborado pelo teste t, ao nível de 1%. Quanto ao endividamento a valor contábil, especificamente para a TLA, não foi encontrada diferença estatisticamente significativa nos períodos analisados; a LLA, por sua vez, apresentou pequena oscilação em termos de contratação de capital de curto prazo. As elevações nos níveis de endividamento corroboram com a tendência positiva observada para a mudança nos ativos, a qual se elevou de 11.16 para 12.20, nos períodos anteriores e posteriores ao marco, respectivamente.

Tabela 3 - Estatística descritiva: Grupo de Tratamento antes da adequação às IFRS

Estat.	TLM	TLA	LLM	LLA	DL	RISC	ROA	AT ⁽¹⁾	PL ⁽¹⁾	R ⁽¹⁾
N	1524	3207	1524	3207	3198	3208	3208	3208	3208	3182
Média	0.045	0.541	0.019	0.248	0.204	0.049	0.034	1.86x10 ⁰⁷	7449545	8487272
Mediana	4.29x10 ⁻⁷	0.543	1.52x10 ⁻⁷	0.220	0.189	0.037	0.037	1879170	651917	1085794
p10	7.17x10 ⁻⁹	0.205	7.44x10 ⁻¹⁰	0.013	-0.015	0.006	-0.032	131452	37079.34	18033.51
p25	4.74x10 ⁻⁸	0.372	1.28x10 ⁻⁸	0,093	0.072	0.017	0.003	483274	181756.90	249803
p75	0.000	0.701	0.000	0.357	0.316	0.067	0.072	5637635	1973990	3302294
p90	0.036	0.849	0.013	0.508	0.450	0.110	0.113	1.75x10 ⁰⁷	6388635	1.01x10 ⁰⁷
Var	0.032	0.070	0.006	0.037	0.037	0.002	0.004	1.14x10 ¹⁶	1.76x10 ¹⁵	1.80x10 ¹⁵
Min	3.57x10 ⁻⁹	0.074	0.000	0.000	-0.170	0.003	-0.242	11.191	0.000	-914.559
Max	0.906	2.653	0.407	1.019	1.050	0.262	0.144	2.01x10 ⁰⁹	7.82x10 ⁰⁸	7.99x10 ⁰⁸
SE	0.179	0.265	0.078	0.193	0.192	0.045	0.065	1.07x10 ⁰⁸	4.19x10 ⁰⁷	4.24x10 ⁰⁷
Ass.	4.358	1,725	4.528	0.941	0.592	1.942	-1.219	11.813	10.811	10.405
Kurt.	20.653	16.271	22.206	3.934	3.924	8.471	6.631	164.935	146.752	134.525

Estat.	FCL	Q	TANG	MA	CAPEX	BF	APC	TPAC	CPAC
N	3203	1524	3203	2003	3203	3178	2230	2230	2223
Média	-0.344	1.037	0.376	11.168	0.074	-1.194	64.450	83.616	87.247
Mediana	-0.330	0.124	0.383	11.268	0.007	-1.005	62.695	89.269	92.447
p10	-0.698	1.47x10 ⁻⁶	0.011	8.249	0.000	-3.652	26.814	55.834	65.588
p25	-0.523	0.000	0.183	9.712	0.000	-2.150	45.451	74.525	81.612
p75	-0.136	1.004	0.562	12.575	0.052	0.000	89.269	98.128	98.809
p90	-0.016	4.268	0.711	13.940	0.208	0.944	99.568	99.997	99.999
Var	0.061	3.447	0.056	4.453	0.026	3.669	683.081	307.940	219.823
Min	-0.859	5.20x10 ⁻⁸	0.000	7.055	0.000	-8.069	15.284	34.380	42.432
Max	0.090	6.274	0.775	15.497	0.667	2.244	99.999	100.00	100.00
SE	0.248	1.856	0.237	2.110	0.161	1.915	26.135	17.548	14.826
Ass.	-0.251	2.004	-0.013	-0.036	2.833	-0.816	-0.167	-1.162	-1.442
Kurt.	2.186	5.687	1.939	2.453	10.073	4.370	1.843	3.493	4.347

Fonte: Elaborada pela autora com base nos dados da pesquisa.

Tabela 4 - Estatística descritiva: Grupo de Tratamento depois da adequação às IFRS.

Estat.	TLM	TLA	LLM	LLA	DL	RISC	ROA	AT ⁽¹⁾	PL ⁽¹⁾	R ⁽¹⁾
N	1203	2554	1203	2554	2554	2554	2554	2554	2554	2554
Média	0.102	0.530	0.049	0.284	0.156	0.054	0.027	1.92x10 ⁰⁷	1.03x10 ⁰⁷	8331705
Mediana	0.000	0.553	0.000	0.280	0.131	0.036	0.038	2664293	1052554	1084953
p10	7.31x10 ⁻⁸	0.140	8.89x10 ⁻⁹	0.010	-0.059	0.007	-0.044	84933.53	30174.56	0
p25	1.09x10 ⁻⁶	0.381	4.03x10 ⁻⁷	0.123	0.035	0.017	0.004	599965.4	223877	172356.9
p75	0.024	0.699	0.011	0.417	0.255	0.069	0.070	7706157	2872003	3851287
p90	0.392	0.824	0.238	0.527	0.405	0.124	0.108	2.30x10 ⁰⁷	8492447	9852708
Var	0.061	0.066	0.013	0.036	0.037	0.003	0.006	2.99x10 ¹⁶	1.98x10 ¹⁶	1.85x10 ¹⁵
Min	3.57x10 ⁻⁹	0.074	0.000	0.000	-0.170	0.003	-0.242	11.004	4.126	-503715.6
Max	0.906	2.653	0.407	1.019	1.050	0.262	0.144	6.04x10 ⁰⁹	5.55x10 ⁰⁹	8.18x10 ⁰⁸
SE	0.248	0.257	0.116	0.191	0.193	0.056	0.078	1.73x10 ⁰⁸	1.41x10 ⁰⁸	4.30x10 ⁰⁷
Ass.	2.579	1.013	2.413	0.339	0.797	2.167	-1.690	29.570	33.955	10.899
Kurt.	8.22	12.572	7.311	2.738	4.309	8.045	6.917	979.299	1233.316	146.925
Teste T	-6.97	1.51	-8,15	-7.11	9.42	-3.78	3.55	-0.16	-1.08	0.13
p	0.0000	0.0645	0.0000	0.0000	0.0000	0.0001	0.0002	0.4357	0.1391	0.4454

Estat.	FCL	Q	TANG	MA	CAPEX	BF	APC	TPAC	CPAC
N	2554	1203	2554	1719	2554	2554	2718	2718	2718
Média	-0.177	0.343	0.205	12.201	0.079	-0.494	57.562	75.628	80.029
Mediana	-0.090	0.000	0.113	12.504	0.000	-0.487	54.366	78.947	85.698
p10	-0.580	1.37x10 ⁻⁷	0.000	9.090	0.000	-2.094	18.532	39.931	48.608
p25	-0.315	1.97x10 ⁻⁶	0.004	10.870	0.000	-1.186	32.482	58.057	64.880
p75	0.029	0.039	0.351	13.805	0.029	0.227	85.408	97.634	98.633
p90	0.090	0.407	0.592	14.929	0.320	1.351	99.972	99.999	99.999
Var	0.067	1.514	0.053	4.785	0.035	2.177	814.752	488.339	378.587
Min	-0.859	5.20x10 ⁻⁸	0.000	7.055	0.000	-8.069	15.284	34.380	42.432
Max	0.090	6.274	0.775	15.497	0.667	2.244	99.999	100.000	100.000
SE	0.260	1.230	0.232	2.187	0.188	1.475	28.543	22.098	19.457
Ass.	-1.037	4.277	0.973	-0.592	2.514	-0.919	0.132	-0.482	-0.600
Kurt.	3.179	20.218	2.787	2.739	7.755	7.017	1.723	1.918	2.008
Teste t	-24.75	8.36	27.40	-14.63	-1.22	-15.18	8.77	13.85	14.40
p	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.1108	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

Fonte: Elaborada pela autora com base nos dados da pesquisa.

De maneira oposta, o ROA apresentou leve queda, reduzindo-se de 3.4% no período anterior à adoção do padrão internacional contábil para 2.7% no período posterior. O fluxo de caixa livre, por sua vez, cuja média no período anterior ao marco estudado era de -0.34, alterou-se para -0.17 após a adequação à lei. As alterações debatidas nas medidas de rentabilidade foram ambas significativas estatisticamente ao nível de 1% por meio do teste t. Foram, igualmente, observadas alterações nos valores médios das medidas de porte das empresas e CAPEX que, no entanto, não apresentaram significância estatisticamente.

A parcela do ativo imobilizado das empresas de tratamento apresentou alteração negativa e estatisticamente significativa a 1% nos períodos anteriores e posteriores ao marco, visto que o indicador de tangibilidade reduziu de 37% para 20% nos períodos estudados.

Por fim, as variáveis referentes às práticas de governança corporativas adotadas, indicadas pelo percentual de ações ordinárias detido pelos maiores acionistas da empresa, apresentaram média e mediana próximas, indicando pouca variabilidade na estrutura de controle entre as empresas de tratamento, apresentando, no entanto, redução das médias no período posterior ao marco. Especificamente, foram observadas alterações negativas no percentual de ações detido pelo maior acionista (62.69% para 54.36); três maiores acionistas (83.61 para 75.62) e cinco maiores acionistas (87.24 para 80.02).

Embora os valores expostos demonstrem estruturas altamente concentradas, é possível observar redução da representatividade de ações ordinárias detidas por esses acionistas, reduzindo, ainda que de maneira pouco expressiva, sua estrutura de controle. A concentração dos direitos a voto tem efeito negativo na avaliação das empresas devido à potencial possibilidade de expropriação do direito dos acionistas minoritários (SHLEIFER e VISHNY, 1997). Dessa forma, quanto mais concentrada a estrutura de capital de uma empresa, maior a possibilidade da expropriação dos direitos dos acionistas, cuja presença é maior em países com fraca proteção legal, como o brasileiro.

A redução observada na estrutura de controle das empresas estudadas pode apresentar relação com a melhoria das informações divulgadas e, em consequência, a adoção de práticas de governança corporativa mais rígidas, transmitindo informações de melhor qualidade aos credores e investidores, resultando em alterações em seu controle. Sonza e Kloeckner (2014) expõem que o aumento da estrutura de controle da empresa está relacionado à expropriação dos direitos dos acionistas minoritários; estando, portanto, sua redução associada às melhorias da governança corporativa no ambiente regulatório brasileiro, influenciado pela adoção das normas internacionais.

Tabela 5 - Estatística descritiva: Grupo de Controle antes da adequação às IFRS

Estat.	TLM	TLA	LLM	LLA	DL	RISC	ROA	AT ⁽¹⁾	PL ⁽¹⁾	R ⁽¹⁾
N	49	107	49	107	107	107	107	107	107	107
Mean	0.073	0.583	0.036	0.300	0.127	0.046	0.060	3.98x10 ⁰⁷	1.32x10 ⁰⁷	2.13x10 ⁰⁷
Med	0.000	0.566	0.000	0.313	0.123	0.040	0.058	1.75x10 ⁰⁷	6741104	8942223
p10	1.11x10 ⁻⁷	0.390	4.22x10 ⁻⁸	0.137	-0.079	0.008	0.009	2576340	881742.8	1531574
p25	4.25x10 ⁻⁷	0.485	2.05x10 ⁻⁷	0.220	0.044	0.019	0.031	5053318	2136253	4647992
p75	0.024	0.669	0.006	0.377	0.221	0.065	0.084	3.26x10 ⁰⁷	1.04x10 ⁰⁷	1.56x10 ⁰⁷
p90	0.250	0.775	0.178	0.426	0.302	0.093	0.113	1.53x10 ⁰⁸	1.44x10 ⁰⁷	2.35x10 ⁰⁷
Var	0.039	0.020	0.009	0.016	0.020	0.001	0.001	5.47x10 ¹⁵	8.17x10 ¹⁴	2.53x10 ¹⁵
Min	5.73x10 ⁻⁸	0.295	1.28x10 ⁻⁸	0.013	-0.170	0.003	-0.080	1204739	164138.7	813778.9
Max	0.906	0.918	0.407	0.761	0.574	0.124	0.144	3.93x10 ⁰⁸	1.82x10 ⁰⁸	2.95x10 ⁰⁸
SE	0.197	0.143	0.095	0.127	0.144	0.033	0.040	7.40x10 ⁰⁷	2.86x10 ⁰⁷	5.03x10 ⁰⁷
Ass.	3.401	0.296	2.942	0.183	0.066	0.736	-0.064	3.068	4.188	4.074
Kurt.	14.030	2.735	10.784	4.587	3.365	2.720	3.531	12.058	20.839	18.868

Estat.	FCL	Q	TANG	MA	CAPEX	BF	APC	TPAC	CPAC
N	107	49	107	81	107	107	38	38	37
Mean	-0.309	0.128	0.389	13.783	0.048	-0.789	68.632	87.310	89.325
Med	-0.306	0.001	0.406	13.819	0.008	-0.666	73.260	95.175	95.031
p10	-0.546	2.06x10 ⁻⁷	0.162	12.192	0.000	-2.241	25.284	63.310	69.875
p25	-0.425	2.48x10 ⁻⁶	0.303	13.073	0.000	-1.440	39.637	80.122	80.271
p75	-0.218	0.100	0.506	14.639	0.049	0.000	96.133	99.901	98.324
p90	-0.088	0.520	0.577	15.497	0.142	0.758	99.999	100.00	99.985
Var	0.026	0.066	0.024	1.338	0.009	1.897	773.949	234.001	141.851
Min	-0.617	5.20x10 ⁻⁸	0.008	11.477	0.000	-7.494	24.216	43.056	52.542
Max	0.088	1.074	0.644	15.497	0.551	1.832	99.999	100.000	100.000
SE	0.162	0.257	0.157	1.156	0.095	1.377	27.819	15.297	11.910
Ass.	0.243	2.383	-0.582	-0.112	3.156	-1.578	-0.420	-1.245	-1.189
Kurt.	2.490	8.133	2.948	2.044	14.058	8.397	1.728	3.629	3.754

Fonte: Elaborada pela autora com base nos dados da pesquisa.

Tabela 6 - Estatística descritiva: Grupo de Controle depois da adequação às IFRS

Estat.	TLM	TLA	LLM	LLA	DL	RISC	ROA	AT ⁽¹⁾	PL ⁽¹⁾	R ⁽¹⁾
N	41	108	41	108	108	108	108	108	108	108
Mean	0.305	0.587	0.145	0.350	0.142	0.040	0.044	1.06x10 ⁰⁸	4.44x10 ⁰⁷	5.01x10 ⁰⁷
Med	0.000	0.599	0.000	0.361	0.123	0.029	0.042	3.79x10 ⁰⁷	1.54x10 ⁰⁷	2.31x10 ⁰⁷
p10	6.24x10 ⁻⁶	0.424	3.24x10 ⁻⁶	0.157	0.044	0.005	-0.009	1.28x10 ⁰⁷	3034273	5374532
p25	0.000	0.467	8.45x10 ⁻⁶	0.276	0.066	0.011	0.022	2.52x10 ⁰⁷	8276512	1.23x10 ⁰⁷
p75	0.906	0.683	0.407	0.433	0.187	0.054	0.068	5.45x10 ⁰⁷	1.96x10 ⁰⁷	4.54x10 ⁰⁷
p90	0.906	0.789	0.407	0.533	0.288	0.086	0.102	2.12x10 ⁰⁸	8.56x10 ⁰⁷	7.87x10 ⁰⁷
Var	0.167	0.022	0.035	0.017	0.009	0.001	0.002	4.77x10 ¹⁶	9.19x10 ¹⁵	6.98x10 ¹⁵
Min	2.29x10 ⁻⁶	0.238	1.15x10 ⁻⁶	0.065	-0.048	0.003	-0.198	929446	678414	176843
Max	0.906	0.977	0.407	0.699	0.492	0.218	0.144	9.50x10 ⁰⁸	4.57x10 ⁰⁸	3.92x10 ⁰⁸
SE	0.409	0.150	0.187	0.133	0.099	0.036	0.048	2.18x10 ⁰⁸	9.59x10 ⁰⁷	8.35x10 ⁰⁷
Ass.	0.733	0.273	0.629	-0.096	0.870	1.780	-0.940	3.106	3.331	3.039
Kurt.	1.628	2.960	1.499	2.637	4.109	7.382	7.966	11.109	13.115	11.090
Teste T	-3.50	-0.24	-3.55	-2.79	-0.87	1.30	2.65	-2.95	-3.22	-3.05
p	0,0004	0.4030	0.0003	0.0028	0.1905	0.0972	0.0042	0.0017	0.0007	0.0013

Estat.	FCL	Q	TANG	MA	CAPEX	BF	APC	TPAC	CPAC
N	108	41	108	84	108	108	60	60	55
Mean	-0.215	0.002	0.300	14.723	0.028	-0.756	57.308	80.275	81.240
Med	-0.179	0.000	0.289	14.932	0.002	-0.570	54.778	82.945	77.105
p10	-0.472	5.20x10 ⁻⁸	0.019	13.891	0.000	-2.281	29.928	56.697	61.324
p25	-0.298	5.20x10 ⁻⁸	0.195	14.391	0.000	-1.184	45.345	63.440	69.74
p75	-0.095	0.004	0.372	15.441	0.020	-0.142	62.075	99.927	92.342
p90	-0.009	0.009	0.566	15.497	0.136	0.124	99.999	100.00	99.93
Var	0.030	0.000	0.030	0.853	0.003	0.925	454.329	276.625	209.173
Min	-0.711	5.20x10 ⁻⁸	0.004	10.465	0.000	-4.256	20.051	55.933	55.933
Max	0.090	0.018	0.732	15.497	0.238	1.595	99.999	100.00	100.00
SE	0.175	0.004	0.174	0.923	0.056	0.961	21.315	16.632	14.462
Ass.	-0.785	1.727	0.484	-2.369	2.282	-1.048	0.610	-0.153	-0.046
Kurt.	3.127	5.078	3.047	10.259	7.120	4.919	3.209	1.517	1.605
Teste T	-4.09	3.12	3.92	-5.77	1.84	-0.20	2.27	2.10	2.81
p	0.0000	0.0012	0.0001	0.0000	0.0334	0.4194	0.0126	0.0190	0.0030

Fonte: Elaborada pela autora com base nos dados da pesquisa.

Depois de observadas e discutidas as estatísticas descritivas das variáveis que compreendem o grupo afetado pelas alterações na legislação brasileira, são, posteriormente, apresentados os valores obtidos para as empresas que constituem o grupo de controle, cujas informações são apresentadas pelas Tabelas 5 e 6.

No que concerne à alavancagem, é evidenciada proximidade entre a média e a mediana em ambas as tabelas, principalmente no que tange às medidas de endividamento a valor contábil. Ainda sobre a alavancagem, observou-se que, em consonância com os valores observados para as empresas de tratamento, as empresas de controle, no período posterior ao marco estudado, passaram a utilizar maiores níveis de endividamento a valor de mercado, cuja significância estatística de 1%, foi especificada pelo teste t. Especificamente a TLM apresentou alteração de 0.073 para 0.305 nos períodos anterior e posterior ao marco, respectivamente.

De maneira semelhante, a LLM alterou-se de 0.036 para 0.145. Embora de menor magnitude, o endividamento de longo prazo a valor contábil e a dívida líquida, as quais também apresentaram significância pelo teste t, sofreram pequenas alterações. Por mais que a probabilidade de passar por dificuldades financeiras esteja diretamente relacionada à proporção de capital externo utilizado, nota-se que, embora os níveis de alavancagem tenham apresentado elevação, o risco de falência das empresas apresentou pequena oscilação negativa. De maneira oposta, a mudança nos ativos acompanhou a tendência de mudança positiva no período após a alteração estudada.

As empresas com dupla listagem, que constituem o grupo de controle, apresentaram pequena queda na rentabilidade do ativo, comportamento este não observado para o fluxo de caixa livre. Para as variáveis representativas de porte (ativo total, receita líquida e patrimônio líquido) foi observada pequena alteração positiva e estatisticamente significativa. Os ativos tangíveis, que representavam aproximadamente 40% do ativo total, passaram a representar 30% destes. Em função da pouca variabilidade do ativo total, conforme exposto anteriormente, foi realizada menor alocação de recursos no imobilizado da empresa. De maneira semelhante, o benefício fiscal obtido devido à vantagem tributária da dívida, apresentou oscilação, a qual não apresentou significância pelo teste t.

As variáveis relacionadas à governança corporativa (APC, TPAC e CPAC), em consonância com os resultados expostos pelas Tabelas 3 e 4, referentes às empresas de tratamento, mostraram redução na estrutura de controle das empresas, indicada pela oscilação negativa no percentual de ações detido pelos maiores acionistas das empresas.

Tabela 7 - Análise de correlação das variáveis estudadas

	TLM	TLA	LLM	LLA	DL	RISC	ROA	AT	PL	REC	FCL	Q	TANG	MA	CAPEX	BF	APC	TPAC
TLA	0.124																	
LLM	0.949	0.130																
LLA	0.133	0.702	0.198															
DL	0.044	0.571	-0.009	0.014														
RISC	-0.058	-0.094	-0.061	-0.169	-0.073													
ROA	0.072	0.056	0.065	0.051	0.048	-0.277												
AT	0.262	-0.016	0.252	0.007	-0.012	-0.028	0.004											
PL	0.186	-0.027	0.176	-0.014	-0.023	-0.007	0.011	0.899										
REC	0.286	0.059	0.269	0.032	0.005	0.003	0.050	0.526	0.311									
FCL	0.010	-0.090	-0.007	-0.160	-0.020	-0.082	0.293	0.016	0.005	-0.006								
Q	-0.120	-0.125	-0.121	-0.146	-0.071	0.262	-0.308	-0.048	-0.029	-0.059	-0.094							
TANG	0.028	0.169	0.047	0.243	0.084	-0.153	0.147	-0.009	0.000	0.035	-0.760	-0.093						
MA	0.329	0.193	0.324	0.250	-0.038	-0.115	0.182	0.234	0.142	0.294	0.044	-0.425	0.061					
CAPX	-0.063	-0.224	-0.060	-0.085	-0.192	0.062	-0.082	-0.035	-0.014	-0.045	0.235	0.096	-0.296	-0.117				
BF	0.025	-0.482	0.007	-0.366	-0.375	0.021	-0.096	0.029	0.018	-0.001	0.268	0.016	-0.377	-0.007	0.063			
APC	-0.010	0.010	-0.017	0.003	-0.014	0.091	-0.055	-0.025	-0.055	-0.072	-0.017	0.074	-0.028	-0.076	-0.048	-0.002		
TPAC	-0.067	0.026	-0.072	0.005	0.002	0.067	-0.030	-0.054	-0.075	-0.111	-0.020	0.090	-0.011	-0.101	-0.015	-0.021	0.816	
CPAC	-0.070	0.036	-0.070	0.002	0.011	0.060	-0.035	-0.074	-0.096	-0.134	-0.029	0.100	-0.003	-0.133	-0.003	-0.031	0.697	0.947

Fonte: Elaborada pela autora com base nos dados da pesquisa.

Após a apresentação da estatística descritiva das variáveis estudadas, a etapa posterior da análise consistiu em verificar a relação existente entre as mesmas, conforme exposto pela Tabela 7, qual tornou possível testar a existência de colinearidade entre as variáveis estudadas, caracterizada pela forte relação entre duas ou mais delas. Sendo a correlação quase perfeita, acima de 0.7, não há necessidade de utilizar ambas variáveis no cálculo, pois as mesmas apresentam influência semelhante separadamente.

A análise permitiu verificar correlação entre medidas de alavancagem, consideradas dependentes no modelo, o que é natural visto serem as medidas de endividamento total e de longo prazo semelhantes, as quais, no entanto, serão utilizadas. Sobre o relacionamento das variáveis de controle do estudo, é possível observar que apenas as variáveis esperadas apresentaram correlação significativa (acima de 0.7), à exemplo do ativo total e patrimônio líquido, cujo índice foi de 0.89. De maneira semelhante, foi obtida alta correção entre as medidas de tangibilidade e o fluxo de caixa livre, valor de 0.76.

As medidas de governança corporativa (APC, TPAC e CPAC), por indicarem o percentual de ações detida pelo maior, três maiores e cinco maiores acionistas, respectivamente, apresentaram-se altamente relacionadas, com índices que variam de 0.81 a 0.94. Objetivando contornar esse problema, apenas uma delas foi utilizada na estimação do modelo.

Exposta a estatística descritiva, assim como analisada a correlação entre as variáveis que compõem o modelo, foi iniciada a segunda etapa da análise dos resultados obtidos, a qual consistiu na estimação do modelo econométrico proposto.

6.2 RESULTADO DO MODELO DIFERENÇAS EM DIFERENÇAS

Conforme descrito nos aspectos metodológicos (Seção 5), para o alcance do objetivo do estudo, o qual consiste em analisar a influência da governança corporativa na composição da estrutura de capital por meio de um comparativo entre as empresas adequadas às normas internacionais contábeis no período anterior à vigência da lei 11.638 (2007) e empresas que aderiram às mesmas mediante imposição desta, foi necessário um método que possibilitasse a comparação entre os dois grupos de empresas em períodos distintos de tempo.

O modelo diferenças em diferenças (DID) tornou possível tal comparação ao estabelecer dois grupos, de tratamento e de controle e, um marco, o qual caracteriza uma determinada intervenção e evidencia o início de uma alteração no grupo tratado.

O grupo de tratamento, caracterizado por indivíduos que sofreram determinada intervenção, é constituído por empresas que aderiram ao padrão internacional contábil mediante imposição da legislação e; o de controle, cuja alteração não foi observada, composto por empresas emissoras de ADRs, as quais, devido à dupla listagem (no mercado de capitais nacional e americano), já estavam adequadas a estas normas.

Tem-se, dessa forma, a adequação das empresas brasileiras de capital aberto às IFRS como o marco estudado, tornando necessária a definição de dois períodos, um anterior e outro posterior a tal intervenção, objetivando o estudo das alterações impostas pelo marco.

Com o propósito de analisar e comparar os resultados mediante uma alteração no período referente ao marco estudado e adequação das empresas em diferentes anos, as subseções posteriores apresentam os resultados e discussão para o modelo estudado, levando em consideração tal alteração.

6.2.1 Resultados do modelo principal

Conforme exposto anteriormente, a adequação das empresas brasileiras ao padrão de divulgação de informações internacionais contábeis ocorreu por meio da lei 11.638 mediante duas fases de implantação as quais compreenderam os períodos de 2007, 2008 e 2009. Objetivando a utilização do modelo diferenças em diferenças (DID), com o intuito de analisar o impacto dessa alteração no ambiente regulatório brasileiro, optou-se pela exclusão desses períodos do horizonte de análise.

Por meio dessa exclusão, foram considerados como períodos anteriores à adequação à lei os anos de 2004 a 2006 e posteriores, de 2010 a 2014. A abrangência de três anos, nos períodos anteriores e posteriores, objetivou não apenas a comparação entre os períodos, mas também a possibilidade de captar alterações relacionadas ao marco estudado, haja visto que, quanto maior fosse esse período, maior a possibilidade de estudar eventos desassociados à adequação às IFRS.

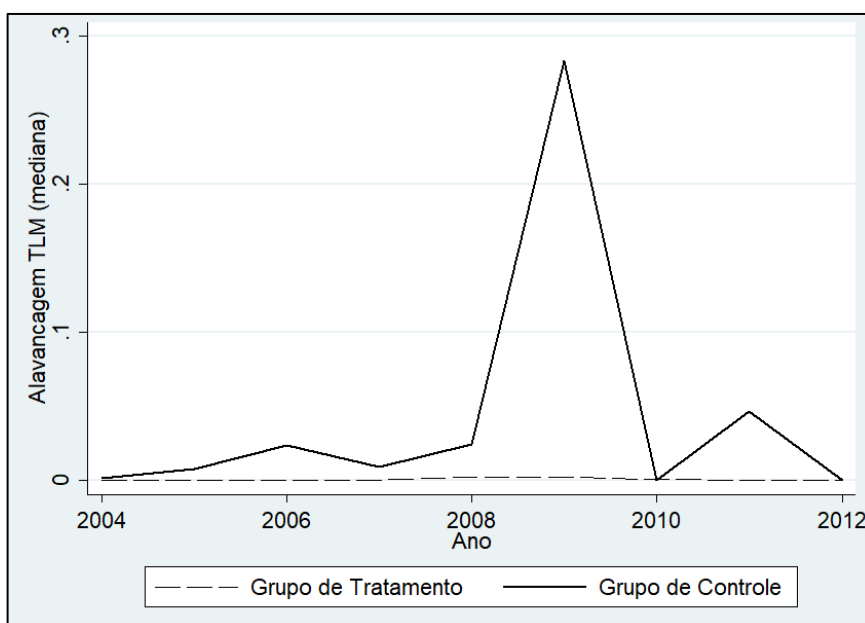
Isto posto, é iniciada a análise dos resultados, a qual compreendeu, em sua etapa inicial, a análise gráfica da alavancagem das empresas que constituem os grupos de tratamento e controle no período estudado (2004 a 2006 e 2010 a 2012). Considerada fator essencial para a utilização do modelo DID, a análise gráfica permite identificar o comportamento da variável estudada com o objetivo de satisfazer a premissa de tendências paralelas, caracterizada por comportamento semelhante da variável em ambos os grupos no momento anterior ao evento ou marco estudado. A aplicação dessa etapa inicial da análise é defendida por Villa (2013), o qual

afirma ser a existência de tendências paralelas entre ambos os grupos necessária para a confirmação da hipótese de que, na ausência do tratamento, a variável estudada apresentasse resposta semelhante em ambos os grupos.

Tem-se, então, nessa etapa da análise de dados, a representação gráfica da alavancagem das empresas estudadas, as quais foram mensuradas por cinco medidas, sendo duas a valor de mercado: alavancagem total a valor de mercado (TLM) e alavancagem de longo prazo a valor de mercado (LLM), duas a valor contábil: alavancagem total a valor contábil (TLA) e alavancagem de longo prazo a valor contábil (LLA) e ainda, uma quinta medida, a qual mede a Dívida Líquida (DL). A análise gráfica, conforme exposto pelas Figuras 3 a 7, compreendeu a comparação da mediana de cada uma das medidas de alavancagem entre os grupos de tratamento e de controle.

A Figura 3 permite a comparação das empresas ao evidenciar a utilização da alavancagem total de longo prazo a valor de mercado (TLM), tornando possível a observação de níveis semelhantes de alavancagem no período anterior à adequação às IFRS, de 2004 a 2006, em ambos os grupos.

Figura 3- Análise gráfica da alavancagem TLM (mediana) das empresas dos grupos de controle e tratamento



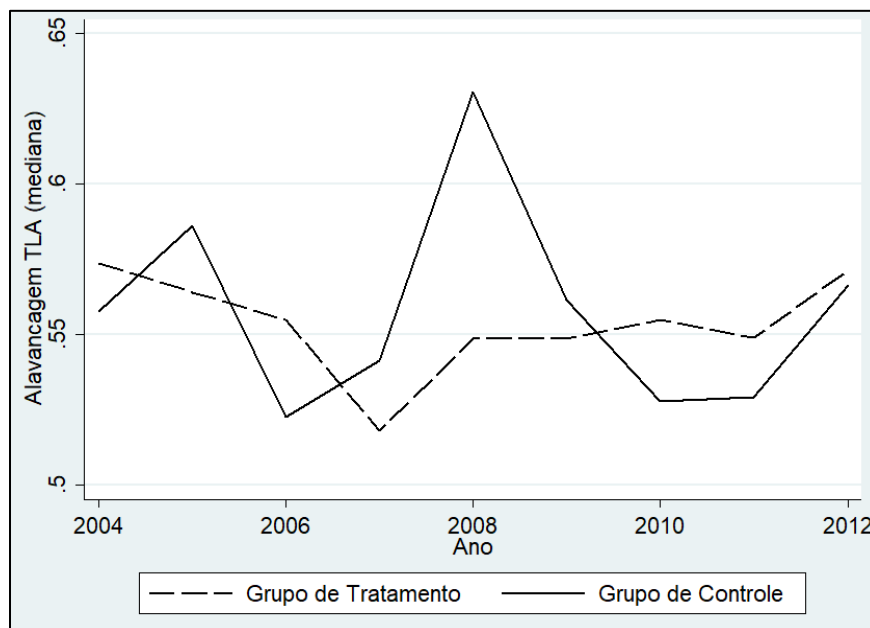
Fonte: Elaborada pela autora com base nos dados da pesquisa

Foi possível observar comportamento semelhante em termos de alavancagem total a valor de mercado em ambos os grupos de estudo no período que antecede o marco, apesar ter

havido uma pequena oscilação do endividamento do grupo de controle próximo ao início do período de adequação. O comportamento observado, ao mostrar inclinação semelhante, evidenciou a presença de tendências paralelas.

Se observado, no entanto, o período após a implementação da lei, de 2010 a 2012, foi possível identificar elevação na alavancagem das empresas de controle, emissoras de ADRs, se comparado às empresas que aderiram às IFRS mediante a lei, cuja alteração na alavancagem foi muito sutil ao longo do período de análise.

Figura 4- Análise gráfica da alavancagem TLA (mediana) para empresas dos grupos de controle e tratamento



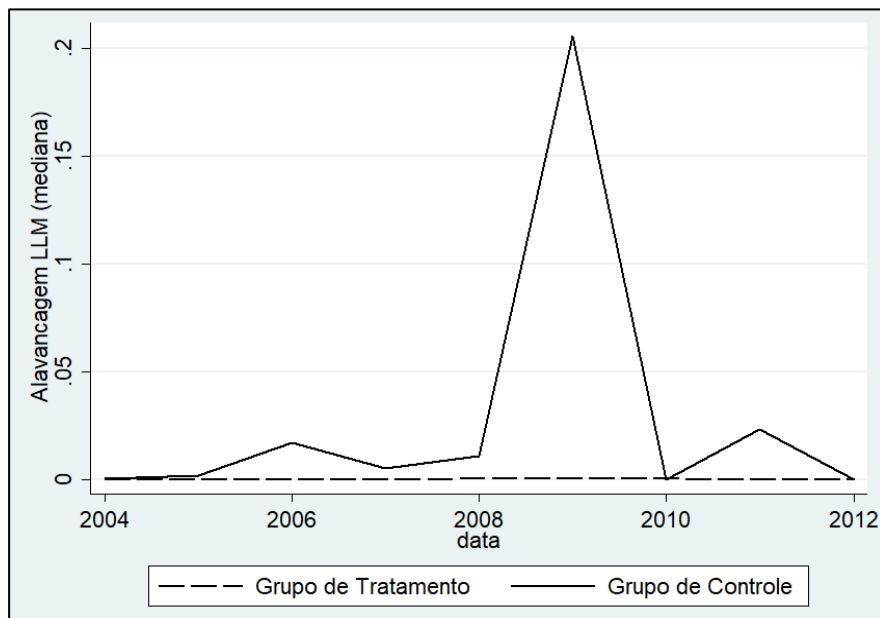
Fonte: Elaborada pela autora com base nos dados da pesquisa

Diferentemente da TLM, a Figura 4 não tornou possível a identificação de padrões semelhantes de endividamento no período que antecede o marco estudado, não confirmando, portanto, a hipótese de tendências paralelas. De maneira semelhante, diferentes níveis de endividamento foram observados para as empresas de tratamento e controle no período após 2010. A utilização da alavancagem total a valor contábil, conforme exposto, embora tenha apresentado oscilação ao longo do período estudado, não apresentou alteração mediante a imposição da lei.

A Figura 5, por sua vez, apresenta o comportamento da alavancagem de longo prazo a valor de mercado (LLM). De maneira semelhante ao resultado recentemente exposto para a

TLM, na Figura 3, foi possível identificar comportamento semelhante em termos de alavancagem, caracterizando tendências paralelas na contração da LLM entre ambos os grupos estudados. Embora a imposição da lei não tenha apresentado alteração na contratação de dívida das empresas de tratamento, é notório o aumento do nível de alavancagem de longo prazo para o grupo de controle no período após 2010.

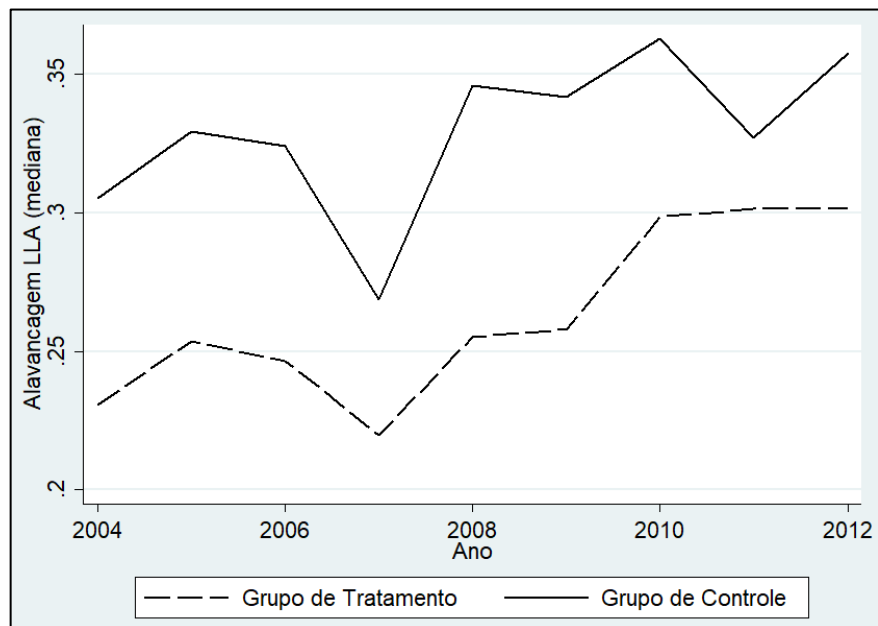
Figura 5-Análise gráfica da alavancagem LLM (mediana) das empresas dos grupos de controle e tratamento



Fonte: Elaborada pela autora com base nos dados da pesquisa

A Figura 6, evidencia comportamento semelhantes na contração de capital no período anterior ao marco, confirmando a hipótese de tendências paralelas. No entanto, comportamento semelhante é observado no período após a implementação das IFRS.

Figura 6- Análise gráfica da alavancagem LLA (mediana) das empresas dos grupos de controle e tratamento

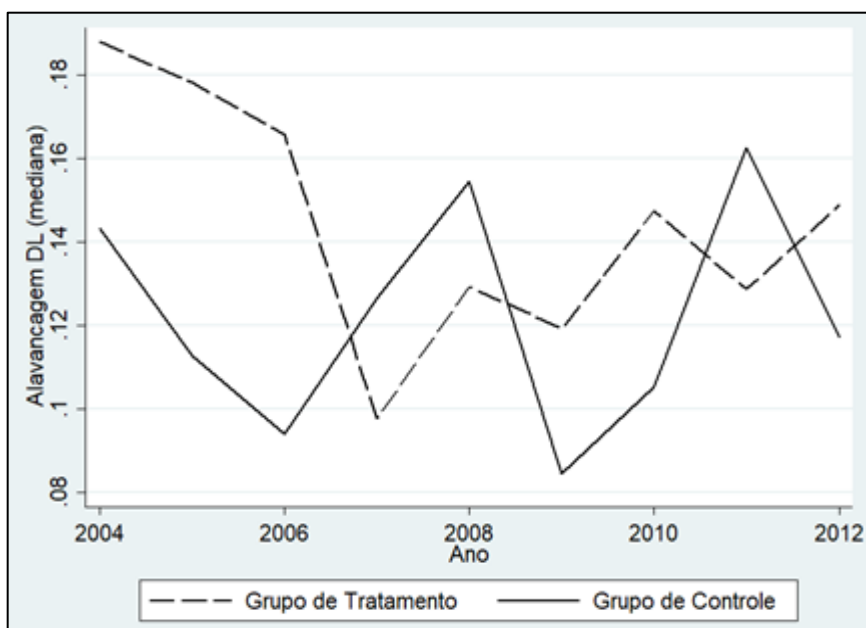


Fonte: Elaborada pela autora com base nos dados da pesquisa

A Figura 7, por sua vez, apresenta a análise gráfica do DL. Conforme exposto, foi possível identificar tendência no período anterior ao marco, apesar de níveis mais elevados de dívida para o grupo de controle, tendência igualmente observada no período após 2010, no qual as empresas de tratamento, embora tenham aumentado seu endividamento líquido, ainda possuem níveis mais baixos de alavancagem se comparadas às de controle.

Conforme exposto pelos resultados até aqui apresentados, por meio da estatística descritiva, foi possível observar o efeito da adequação às IFRS no endividamento das empresas de tratamento, haja visto que todas as medidas de alavancagem apresentaram diferenças estatisticamente significativas se comparados os períodos anteriores e posteriores ao marco estudado.

Figura 7-Análise gráfica da alavancagem DL (mediana) das empresas dos grupos de controle e tratamento



Fonte: Elaborada pela autora com base nos dados da pesquisa

Diferenças em termos de alavancagem foram, de maneira semelhante, identificadas na análise gráfica. Em suma, os gráficos 3 e 5, referentes às medidas TLM e LLM, respectivamente, apresentaram tendências semelhantes no endividamento entre as empresas do grupo de controle e tratamento no período anterior ao marco estudado, cujas medianas mostraram níveis próximos, confirmado a hipótese definida *à priori* de tendências paralelas. Contrariamente, o comportamento da TLM e LLM após o marco, evidenciou tendências diferentes, na qual as medianas do endividamento das empresas que constituem o grupo de tratamento apresentaram oscilações quase imperceptíveis, ocasionando uma possível manutenção dos níveis de endividamento, ou ainda, redução destes, ao passo que as empresas do grupo de controle aumentaram de maneira significativa seus níveis de dívida.

A análise gráfica realizada permitiu identificar o comportamento da alavancagem ao longo do período analisado, de maneira a compreender e amparar a discussão dos resultados do modelo, realizados posteriormente, seguindo padrões internacionais na observação do comportamento da estrutura de capital, permitindo a comparação de resultados. As pesquisas de De Angelo e Roll (2015) e Lemmon *et al.* (2008) evidenciaram maior oscilação nas medidas a valor de mercado, se comparada às medidas a valor contábil, ao comparar graficamente a estrutura de capital de uma amostra de empresas.

Pesquisas cujo modelo econométrico objetivou identificar a alteração de um determinado marco, por meio da metodologia diferenças em diferenças, utilizaram igualmente, a análise gráfica, de maneira a confirmar a existência de tendências paralelas entre os grupos pesquisados como Arpirng e Sautner (2010), Vig (2013), Funchal e Monte-Mor (2016) e, Colombo (2016).

De forma a corroborar os resultados apresentados graficamente, a etapa posterior da análise consistiu na estimação do modelo diferenças em diferenças, apresentado na Tabela 8. Conforme exposto, os resultados da estimação do mesmo são apresentados para as cinco medidas de alavancagem. Além disso, optou-se por apresentar inicialmente a diferença (tratamento – controle) no período anterior ao marco estudado e, posteriormente, a diferença (tratamento – controle) após a intervenção. Por fim, é apresentado o modelo composto por meio de diferenças em diferenças (DID).

Os resultados até então debatidos, procedentes das etapas iniciais da análise, vão ao encontro dos resultados obtidos no modelo DID. Conforme exposto pela Tabela 8, no período anterior ao evento estudado, não foram identificadas diferenças significativas entre ambos os grupos ao serem analisadas as influências do controle e tratamento nas medidas de alavancagem total e de longo prazo, através do valor de mercado e contábil, confirmando a hipótese de tendências paralelas identificadas graficamente.

No entanto, no que tange à dívida líquida foi identificada diferença estatisticamente significativa entre as empresas que constituem os grupos ao nível de significância de 1% antes do marco. Esse resultado mostra que a influência do controle sobre o endividamento líquido das empresas emissoras de ARDs, de 0.111 foi inferior ao efeito do tratamento nas empresas que aderiram às IFRS mediante a lei, cujo coeficiente foi 0.187. Esse resultado corrobora a análise da Figura 7, ao não ser satisfeita a premissa de tendências paralelas entre os grupos no período anterior ao evento estudado.

Em relação aos resultados que compreendem o período após a adequação às IFRS, foram encontradas diferenças estatisticamente significativas na TLM, LLM e LLA aos níveis de significância estatística de 5%, 1% e 10%, respectivamente, evidenciando alterações entre os efeitos dos grupos de tratamento de controle na alavancagem.

Os coeficientes obtidos na TLM para o período posterior ao marco, de 0.085 e 0.212, para as empresas dos grupos de tratamento e controle, respectivamente, evidenciam maior efeito do controle do endividamento total de longo prazo a valor de mercado se comparado às empresas de tratamento. O coeficiente negativo, de -0,128, significativo a 5%, evidencia diferenças entre os efeitos do tratamento e controle sobre a alavancagem, influenciado pelo

efeito positivo do controle no endividamento das empresas emissoras de ADRs no período após a adequação. De maneira contrária, os coeficientes relacionados à TLA evidenciaram não haver diferença estatística entre os coeficientes para ambos os grupos, tornando possível a inferência de semelhança entre os mesmos.

Em termos de alavancagem de longo prazo, para ambas as medidas, a valor de mercado (LLM) e contábil (LLA), respectivamente, foram identificadas diferenças estatisticamente significativas entre a influência de ambos os grupos nestas medidas, no período posterior à adequação contábil.

De maneira semelhante a TLM, foi evidenciada maior influência do controle na alavancagem das empresas em termos de alavancagem de longo prazo a valor de mercado, cujos coeficientes foram de 0.042 e 0.106 para as empresas de tratamento e controle, respectivamente. Ademais, o coeficiente obtido pela diferença entre os grupos, de -0.064, estatisticamente significativo ao nível de 1%, evidenciou que empresas de ambos os grupos se diferem em termos de LLM. Acerca da LLA, a diferença de -0.052 entre a alavancagem dos grupos de tratamento e controle foi estatisticamente significativa, provinda dos coeficientes de 0.285 e 0.337 para tratamento e controle.

No que tange à dívida líquida, de maneira contrária ao período que antecede o evento estudado, os coeficientes, de 0.157 para o controle e 0.137 para o tratamento, não evidenciaram diferença estatisticamente significativa entre os grupos.

Por fim, o coeficiente DID, considerado de maior relevância para o modelo testado, por evidenciar as diferenças entre os grupos (tratamento e controle) entre os períodos analisados (anterior e posterior ao marco) se mostrou estatisticamente significativo para ambas as medidas de alavancagem a valor de mercado, total (TLM) e de longo prazo (LLM).

Os coeficientes encontrados para o estimador DID, de -0,156 e -0,054, para TLM e LLM, respectivamente, evidenciam diferenças estatisticamente significativas entre os efeitos do tratamento e controle, tornando possível a conclusão de que as empresas que aderiam ao padrão internacional contábil mediante a adoção das IFRS e empresas já adequadas a esse padrão devido à dupla listagem por meio da emissão ADRs, diferenciam-se em termos de contratação de alavancagem a valor de mercado, se levadas em consideração as diferenças entre os períodos em ambos os grupos. A comparação entre os períodos anterior e posterior ao marco estudado tornou possível a constatação de que a adesão às IFRS acarretou em alterações na alavancagem a valor de mercado (TLM e LLM) de maneira mais expressiva em empresas emissoras de ADRs no período posterior à adequação contábil.

Tabela 8 - Modelo Diferenças em Diferenças com as variáveis dependentes

	TLM	TLA	LLM	LLA	DL
Antes					
Tratamento	0.090	0.548	0.038	0.259	0.187
Controle	0.062	0.573	0.036	0.286	0.111
Diferença	0.028	-0.026	0.001	-0.027	0.076***
DP	(0.047)	(0.034)	(0.022)	(0.025)	(0.026)
t	0.60	-0.76	0.05	-1.07	2.97
Depois					
Tratamento	0.085	0.529	0.042	0.285	0.157
Controle	0.212	0.573	0.106	0.337	0.137
Diferença	-0.128**	-0.044	-0.064***	-0.052*	0.020
DP	(0.052)	(0.038)	(0.024)	(0.028)	(0.029)
t	2.45	1.16	2.64	1.85	0.69
DID	-0.156**	-0.019	-0.054**	-0.026	-0.056
DP	(0.070)	(0.051)	(0.033)	(0.038)	(0.039)
t	2.22	0.37	1.99	0.68	1.45

Fonte: Elaborada pela autora com base nos dados da pesquisa.

Os resultados encontrados na estimação do modelo principal, ao evidenciar diferenças em diferenças significativas confirma a relevância da adequação contábil nos níveis de alavancagem das empresas brasileiras pertencentes ao grupo de tratamento e controle, permitindo a discussão dos resultados sob diferentes óticas. Inicialmente há de se considerar as características das empresas no contexto acionário brasileiro, cuja relação entre as práticas de governança corporativa e a estrutura de capital, apesar de ter apresentado efeito em ambos os grupos, teve maior influência nas empresas emissoras de ADRs, que constituem o grupo de controle.

Além disso, a utilização de medidas de alavancagem oriundas de recursos de diferentes naturezas, a valor de mercado e contábil, permitem a comparação dos resultados, cuja alteração foi evidenciada de maneira significativa nas medidas a valor de mercado, com pesquisas que utilizaram medidas semelhantes (Lemmon *et al.*, 2008; Frank e Goyal, 2009; Graham *et al.*, 2015; Taratin Jr. e Valle, 2015).

As diferenças em termos de incentivos à boa qualidade das informações contábeis para Soderstrom e Sun (2007) é considerada uma premissa de suma relevância, haja visto que sua consequência em mercados de capitais com diferentes características influencia diferentemente a estrutura de capital e performance financeira das empresas, ocasionadas para Gatsios *et al.*

(2016), devido à grande disparidade entre as antigas normas brasileiras e as IFRS. Dessa forma, os resultados podem estar relacionados à heterogeneidade do mercado de capitais brasileiro, constituído, de acordo com Silva e Nardi (2017), por empresas com diferentes incentivos econômicos, que divergem em termos de poder aquisitivo, porte, maturidade, etc., e o lento desenvolvimento do mercado de capitais local como fator agravante.

O argumento de que a adoção às IFRS, por meio de níveis mais elevados de *disclosure* e redução dos níveis de assimetria informacional, acompanhados pela maior comparabilidade de empresas em diferentes ambientes institucionais, acarretando na redução da incerteza de investidores e credores, de modo a facilitar a tomada de recursos, não é invalidado haja visto que, conforme exposto na estatística descritiva, houve elevação nas medidas de alavancagem das empresas de tratamento, efeito esse não evidenciado pela estimação do modelo DID. Dessa forma, torna-se interessante contrastar os resultados obtidos com os achados de pesquisas cujo foco foi semelhante ao deste estudo.

Arpring e Sautner (2010) analisaram, igualmente, o efeito de regulamentações relacionadas às práticas de governança corporativa no endividamento das empresas, por meio de uma abordagem quase-experimental em uma amostra de empresas listadas em bolsas localizadas nos Países Baixos, verificando os impactos desta sob a política de financiamento das empresas ao comparar duas amostras, sendo uma afetada pela alteração e outra não. Seus resultados evidenciaram redução na alavancagem de ambos os grupos, de tratamento e controle, no período posterior à adequação, tornando possível o argumento de que as práticas de governança podem ser consideradas disciplinadoras dos níveis de alavancagem.

Embora os estudos apresentados evidenciem a redução nos níveis de alavancagem como consequência das práticas mais adequadas de governança, tendo como escopo de pesquisa o ambiente acionário brasileiro, a maior influência das empresas do grupo de controle nas diferenças obtidas nos níveis de alavancagem das empresas estudadas, pode ser reflexo do difícil acesso ao crédito enfrentado por empresas em países em desenvolvimento, como é o caso do mercado brasileiro.

Dessa forma, é possível a inferência de que, embora a harmonização contábil tenha, entre outros objetivos, atuado como facilitador para o acesso a recursos, torna-se imprescindível o *compliance* das empresas às normas exigidas que, segundo Santos *et al.* (2014), apresentou baixo índice de conformidade com os requisitos exigidos pelo padrão internacional no primeiro ano de adoção plena obrigatória no Brasil, ensejando melhoria na transparência das empresas no primeiro ano de sua adoção. Espera-se, portanto, que a maior conformidade dos relatórios

gerenciais com o padrão exigido internacionalmente pelas empresas que aderiram às alterações mediante a lei, influencie positivamente, não somente o montante de recursos disponibilizado, mas também melhores condições de financiamento.

Alguns estudos, no entanto, evidenciaram relação positiva entre a alavancagem e alterações no ambiente regulatório. Por exemplo, o estudo de Doidge e Dick (2015), o qual teve como marco um anúncio surpresa que impôs impostos corporativos a um grupo de empresas canadenses de capital aberto, *Tax Fairness Plan*, conhecida popularmente como “O massacre de Halloween” – “The Halloween Massacre” devido à data de vigência da alteração. Em resposta às mudanças nos incentivos fiscais, as empresas ajustaram suas políticas de financiamento, utilizando maiores níveis de alavancagem devido à obtenção dos benefícios fiscais dos juros. Tais evidências corroboram os achados de Lee *et al.* (2010) e Li, (2010) na qual foram observadas reduções no custo de capital e aumento nos níveis de alavancagem das empresas mediante a adoção do padrão internacional contábil.

É possível ainda a discussão de que empresas mais consolidadas, como é o caso das empresas emissoras de ADRs, em função dos maiores níveis de alavancagem, bem como maior efeito sobre a alavancagem ao serem comparados os grupos de tratamento e controle, possam ter maior possibilidade de acesso a capital a custo mais competitivo e, por consequência, transmitam ao mercado maior transparência, proporcionando maior proteção aos acionistas.

As diferenças encontradas pelo efeito do tratamento e do controle na alavancagem evidenciam que, quanto mais rigorosas as práticas de governança corporativa, maior o endividamento das empresas adequadas às normas internacionais contábeis no período que antecede a imposição da lei, não rejeitando a hipótese 4 do presente estudo. Uma possível explicação para os resultados obtidos está no argumento de que, por meio da dupla listagem, as empresas que constituem a amostra de controle tiveram de se adaptar a regras mais rígidas de governança corporativa, como a *Sarbanes-Oxley* (SOX) e ao USGAAP no período anterior às IFRS, acarretando na diferenciação em termos de qualidade de informação divulgada e redução do risco para investidores. Silva e Nardi (2017) afirmam ser a dupla listagem das empresas emissoras de ADRs um possível fator que motivou a adoção às IFRS para as empresas brasileiras de capital aberto como um todo, de maneira a reduzir a discrepância entre as mesmas.

Os impactos da internacionalização e o aumento nos níveis de alavancagem das empresas de controle são explicados pela melhoria das condições de financiamento para essas empresas, previstos pela hipótese de comprometimento, de Coffee (1999; 2002) e Stulz (1999), a qual pressupõe que empresas procedentes de países cuja proteção legal é baixa e cujos ativos são negociados em mercados de capitais mais desenvolvidos, sinalizam ao mercado local a

pretensão de aprimorar suas práticas de governança corporativa ou ainda, a manutenção de níveis elevados nestas práticas. Para Silva *et al.* (2017) acessar mercados com alta proteção legal constitui-se como um sinal de compromisso com as práticas de governança corporativa, reduzindo o risco para os investidores e tornando possível a aplicação a taxas de desconto mais baixas.

Acerca dos efeitos da dupla listagem na alavancagem das empresas, são encontrados resultados opostos. Funchal e Monte-Mor (2015), ao utilizar a metodologia DID, buscaram examinar o efeito das mudanças da governança corporativa na escolha do financiamento das empresas brasileiras, tendo a lei SOX como marco histórico para a aplicação de um experimento quase natural. A amostra do estudo, segmentada em grupo de tratamento e controle, composta por 291 empresas no período de 2001 a 2009, mostra que as firmas emissoras de ADRs aumentaram em aproximadamente 15% sua proporção crédito-ativos e demonstraram redução nas taxas de juros cobradas para concessão de crédito. Tais melhorias, para Funchal e Monte-Mor (2015), estão atreladas ao aumento da oferta de crédito, consistente com uma redução esperada nos custos de risco moral, devido aos ganhos informacionais provindos das melhores práticas de governança corporativa. De maneira oposta, Silva *et al.* (2017) não encontraram efeito da dupla listagem na alavancagem e financiamento no mercado externo.

Para Silveira *et al.* (2010), a dupla listagem está associada de maneira expressiva à melhoria nas práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas, corroborando os resultados encontrados, já que a diminuição da assimetria de informações entre os agentes envolvidos, traz, de acordo com Silveira (2008), forte efeito de sinalização de maneira a criar uma janela de oportunidade.

Ao comparar as medidas a valor de mercado e contábil, os resultados mostraram que, embora sejam utilizados níveis mais altos de endividamento a valor contábil tanto em empresas de tratamento quanto de controle, cujos coeficientes foram ainda mais altos para a TLA, as diferenças estatisticamente significativas para o estimados DID foram obtidas nas medidas de alavancagem a valor de mercado.

A alavancagem considerando o valor de mercado, conforme Frank e Goyal (2009), de maneira contrária às medidas a valor contábil, é influenciada diretamente por alterações no mercado acionário, sendo usadas pelas empresas como um dos fatores de maior relevância para estruturar sua política de financiamento. Os resultados auferidos, de maior significância para as medidas a valor de mercado, podem ser explicados pela estreita relação entre o marco estudado e sua interação com o mercado, já que, a emissão de informações mediante um padrão

internacionalmente aceito, resulta em práticas de governança corporativa mais adequadas, reduzindo a percepção do risco de investidores e, como consequência, permitindo a captação de recursos de maneira mais eficiente pelas empresas. A relação encontrada assemelha-se aos achados de Frank e Goyal (2009), cujos resultados foram, em grande parte, explicados pela variação na alavancagem de mercado.

Como se depreende dos argumentos expostos, os resultados do modelo principal permitem inferir que a adoção de práticas mais elevadas de governança, por meio da redução nos problemas relacionados ao conflito de agência e, em consequência, melhoria no processo decisório proporcionado pela adesão ao padrão internacional contábil, acarretou em alterações na forma como as empresas constituem sua política de financiamento. Em suma, tem-se a possibilidade de aumentar a capacidade de captação de novas dívidas das empresas emissoras de ADRs em longo prazo, visto que, não apenas o custo de capital próprio sofre alterações, mas também o custo proveniente das dívidas.

A etapa seguinte da análise consiste em, por meio de regressões, estimar o efeito das variáveis independentes do estudo no endividamento das empresas que constituem a amostra.

6.2.2 Os pressupostos do OLS e o resultado do modelo com covariáveis

Para a estimação dos resultados do modelo com covariáveis, foram estimadas cinco regressões, na qual cada uma delas abrange uma das medidas de alavancagem como variável dependente. Objetivando a maior confiabilidade dos resultados, inicialmente foram estimados os pressupostos da regressão OLS e; posteriormente, os resultados do modelo são apresentados e discutidos.

Para que a análise de regressão OLS possa ser utilizada de forma adequada, de maneira a produzir o melhor estimador linear não viesado, alguns pressupostos precisam ser satisfeitos, entre eles, o pressuposto de normalidade dos dados, cujo argumento reside na premissa de que toda variável aleatória assume uma determinada distribuição por frequência, a qual pode ocorrer de formas variadas. Ao satisfazer o pressuposto de normalidade, os valores são distribuídos em torno do valor central, havendo, portanto, além desse posicionamento dos dados, simetria em torno dos mesmos, bem como baixa frequência de valores extremos (*outliers*). A violação do pressuposto de normalidade, conforme Jarque e Bera (1980), acarreta em estimações imprecisas.

Para verificar a normalidade dos dados no presente estudo, foi necessário realizar o teste adequado para amostras maiores, devido ao número de observações do estudo, para tanto, foi

realizado o teste Jarque –Bera, que leva o nome de seus idealizadores. Sua utilização na análise de resíduos da regressão é evidenciada pelo argumento de Jarque e Bera (1980, p.258): “*The test is asymptotically equivalent to the likelihood ratio test and this implies that it has, for large-samples, maximum local power. In addition, it is simple to compute requiring only OLS residual*”.

Tendo em sua hipótese nula (H_0) a normalidade dos dados, os resultados obtidos por meio da estimação do teste rejeitaram tal hipótese ao nível de significância estatística de 1%, confirmando a não normalidade.

A utilização dos dados para os modelos estimados, apesar da característica de não normalidade, apresenta, de acordo com o argumento de Rodrigues (2009), como justificativa o número elevado de observações, embasada na fundamentação do teorema do limite central, no qual se tem o argumento de que a soma das variáveis aleatórias independentes, com qualquer distribuição e variância semelhantes, é considerada uma variável com distribuição aproximada da de Gauss, referente a normalidade dos dados, quando o número de observações se eleva.

A homocedasticidade, por sua vez, está relacionada à variância constante dos erros. Na sua ausência, a variância dos erros de cada unidade não é constante, caracterizando a heterocedasticidade. Objetivando testar essa hipótese, a presente pesquisa utilizou o teste de Breusch-Pagan, cuja hipótese nula (H_0) é a presença de homocedasticidade e a hipótese (H_1) a ausência desta. Os resultados encontrados por meio da estimação do teste para os modelos de regressão com covariáveis, apresentados na Tabela 09, evidenciaram que a hipótese nula foi rejeitada a 1% de significância para TLM, TLA e LLM, mostrando, portanto, a presença de heterocedasticidade nos dados. Contrariamente, para as variáveis LLA e DL a hipótese nula de homocedasticidade não foi rejeitada.

Tabela 9 - Teste de Breusch-Pagan

	TLM	TLA	LLM	LLA	DL
chi ²	167.35***	14.59***	177.53***	2.44	0.88

Fonte: Elaborada pela autora com base nos dados da pesquisa.

O problema de multicolinearidade, por sua vez, consiste no aumento da magnitude da variância dos parâmetros estimados e implica na presença de níveis elevados de correlação entre as variáveis independentes do modelo. Dessa forma, quanto maior a correção existente entre as

variáveis independentes, menor a confiabilidade dos coeficientes associados às variáveis explicativas no modelo de regressão, devido ao baixo nível informacional disponível para sua estimação.

Embora tenha sido testada a correção entre as variáveis do modelo anteriormente (Tabela 7), cujo objetivo foi excluir do modelo variáveis altamente correlacionadas, o problema de multicolinearidade foi testado novamente com as variáveis utilizadas no modelo de regressão por meio do valor de tolerância ou seu inverso através dos Fatores de Inflação da Variância (VIF), conforme exposto pela Tabela 10, cuja medida do grau das variáveis independentes é explicada pelas demais variáveis presentes no modelo. Tem-se, portanto, que quanto maior o VIF, mais severa é a multicolinearidade.

Tabela 10 - Fatores de Inflação da Variância

	VIF	Estatística TOL
AT	5.56	0.179
MA	5.26	0.190
Trat/Cont	2.74	0.364
DID	2.68	0.372
ROA	2.08	0.481
RISC	2.00	0.499
TANG	1.39	0.719
Q	1.37	0.732
Marco	1.28	0.781
BF	1.28	0.782
CAPEX	1.24	0.808
APC	1.08	0.922
Média VIF	2.33	

Fonte: Elaborada pela autora com base nos dados da pesquisa.

O valor obtido para cada uma das variáveis, com exceção do ativo total e maturidade dos ativos cujos valores para o teste foram de 5.56 e 5.26, respectivamente, apresentaram valores baixos, que variaram entre 1.08 e 2.74. O valor médio do teste para o modelo foi de 2.33, indicando baixa dependência entre as variáveis do estudo, haja visto que, conforme Berk (1977), se o VIF exceder 10, a multicolinearidade pode ser considerada um problema. Além disso, o valor de tolerância para o teste, conhecido como estatística TOL, relação inversa do VIF, apresentou valores próximos de 1, indicando a ausência da multicolinearidade no modelo.

Realizada a etapa referente à estimação dos pressupostos da regressão, é iniciada a análise do modelo, apresentado na Tabela 11, o qual apresenta o resultado do modelo econométrico com covariáveis em relação às variáveis do modelo Diferenças em Diferenças

(*treat/cont*, *marco* e *DID*) para, posteriormente ser apresentada a análise das variáveis independentes do estudo em relação às medidas de endividamento.

Conforme exposto, na parte inferior da tabela é apresentado o coeficiente de Pearson, r^2 , o qual representa a relação entre a variável explicada pelo modelo e a variação total, cujos valores indicam melhor ajuste do modelo ao serem analisadas as medidas de alavancagem a valor contábil e endividamento líquido. De maneira contrária, as medidas TLM e LLM, em função de apresentarem variáveis a valor de mercado, apresentaram menores coeficientes. Ainda, para testar o modelo de regressão, procedeu-se o teste F com o objetivo de verificar a significância da regressão. Os valores expostos mostram existir relação significativa a 1% entre as variáveis.

Os achados por meio da estimação do modelo com covariáveis apresentados indicaram conformidade com os resultados do modelo Diferenças em Diferenças expostos recentemente (Tabela 08) em relação às variáveis *treat/cont*, *marco* e *DID*, principalmente no que tange à significância do coeficiente *DID* ao serem analisadas as variáveis a valor mercado (TLM e LLM).

Para o coeficiente *trat/cont* foi obtida relação estatisticamente significativa em termos de alavancagem a valor de mercado (TLM e LLM) entre as empresas que constituem os grupos de tratamento e controle. De maneira contrária, a adequação ao padrão internacional mostrou-se não significativa para as demais medidas. Essa relação mostra que as medidas de endividamento total e de longo prazo a valor contábil e o endividamento líquido não foram alteradas pelo evento estudado ao serem acrescentadas as covariáveis.

O *marco* estudado, adequação ao padrão internacional contábil, mostrou-se significativo ao nível de 5% na LLA e DL, cujos coeficientes indicam influência oposta do evento estudado com essas medidas de alavancagem, ao serem observados os coeficientes de 0.048 e -0.037, respectivamente. A diferença entre o tratamento e controle em relação ao *marco*, *DID*, corroborou os resultados expostos na estimação do modelo principal ao evidenciar relação positiva e estatisticamente significativa com as medidas de alavancagem a valor de mercado, influenciando em 0.320 e 0.136 a TLM e a LLM, respectivamente.

Além das medidas relacionadas ao modelo *DID*, o presente estudo tem em seu modelo um conjunto de variáveis independentes. A escolha por tais variáveis foi realizada tomando por base a ampla literatura e discussão acerca da estrutura de capital, bem como o contexto analisado, sendo elas: rentabilidade, risco, porte, oportunidade de crescimento e investimento, tangibilidade dos ativos, benefícios fiscais e *dummies* para governança corporativa.

No que tange ao risco, tem-se o argumento de que empresas de grande porte, como é o caso das companhias de capital aberto, tendem a ser mais diversificadas e menos propensas ao risco de falência, o que permitiria maior alavancagem destas (TITMAN e WESSELS, 1988). Complementarmente para Correa *et al.* (2013), o risco está relacionado à probabilidade de determinada empresa passar por dificuldade financeiras, dessa forma, quanto mais arriscadas as empresas, menores seus níveis de alavancagem. Conforme exposto pela Tabela 11, o risco apresentou relação negativa com alavancagem das empresas nas medidas a valor de mercado e contábil e, positiva com o endividamento líquido, relações estas que não apresentaram significância estatística em nenhum dos modelos.

A análise da rentabilidade apresenta interpretações conflitantes se analisadas as teorias de maior relevância acerca da estrutura de capital. Ao passo que, pelos pressupostos da *Pecking Order*, empresas rentáveis utilizam menores níveis de endividamento mediante a utilização de lucros retidos de exercícios passados; pela ótica da teoria do *Trade-Off* empresas rentáveis poderiam utilizar maiores níveis de dívida, como consequência da maior dedutibilidade tributária dos juros. A variável ROA apresentou significância estatística com as variáveis de endividamento a valor contábil, na qual o aumento de 1 ponto percentual na rentabilidade das empresas diminui a alavancagem total e de longo prazo a valor contábil em 0.75 e 0.72 pontos percentuais, respectivamente.

A relação negativa obtida entre a rentabilidade e alavancagem das empresas contraria os achados de De Angelo e Roll (2015), no entanto, corrobora a relação obtida por Lemmon *et al.* (2008), Taratin Jr. e Valle (2015) e Graham *et al.* (2015), na qual empresas rentáveis são menos alavancadas, seguindo os pressupostos da teoria da hierarquia de financiamento.

O porte das companhias estudadas, representado pelo logaritmo neperiano do ativo total, apresentou relação preferencialmente positiva com as medidas de alavancagem, evidenciando ser um dos fatores de maior influência na contratação de capital, haja vista sua relação estatisticamente significativa encontrada com as medidas, tanto a valor de mercado, quanto contábil. Tem-se, quantitativamente, que o aumento de 1 ponto percentual no tamanho da empresa influencia a TLM em 0.049 pontos percentuais.

A alavancagem de longo prazo, LLM e LLA foram impactadas positivamente em 0.024 e 0.032 pontos percentuais, respectivamente. De maneira contrária, tal choque acarretou redução da TLA em 0.020 pontos percentuais. Os resultados, devido à relação prioritariamente positiva confirmam os pressupostos da teoria no *Trade-Off* e se assemelham a demais pesquisas (Kirch e Terra, 2012; Taratin Jr. e Valle, 2015; Devos *et al.*, 2017) cujos resultados evidenciaram expansão da alavancagem para empresas maiores.

A tangibilidade dos ativos, relacionada à possibilidade de colaterização dos mesmos como cumprimento no pagamento de compromissos financeiros, evidenciou relação negativa com os todas as medidas de alavancagem utilizadas, no entanto, estatisticamente significativa apenas para a LLA e DL. Os coeficientes demonstraram redução da alavancagem de longo prazo em 0.151 pontos percentuais mediante o aumento de 1% na tangibilidade da empresa; relação semelhante foi encontrada com o endividamento líquido, o qual se reduz em 0.168 pontos mediante o mesmo aumento nessa medida. A relação oposta contraria os achados de Kirch e Terra (2012), Campos e Nakamura (2015) e Kieschnick e Moussawi (2018), no entanto, corrobora a pesquisa de Correa *et al.* (2013), permitindo relacionar esse resultado a uma melhor precificação dos ativos da companhia, ocasionada, em grande medida, pela emissão de relatórios com informações de maior confiabilidade e nível superior de *disclosure*, os quais esmorecem a emissão de novas dívidas, corroborando a teoria do *Pecking Order*.

A variável Q de Tobin está relacionado à possibilidade de realizar investimentos, o qual visa a obtenção de lucros futuros. A relação prioritariamente positiva, encontrada em relação às variáveis a valor de mercado e contábil, estatisticamente significativas para as medidas a valor contábil, TLA e LLA, evidenciou que as empresas da amostra aumentaram seus níveis de alavancagem em 0.027 e 0.040 pontos percentuais, respectivamente, mediante o aumento de 1 ponto percentual nas oportunidades de investimento obtidas, confirmando a relação com o *Trade-Off*. Tal relação contraria o argumento de Futema, Basso e Kayo (2009), os quais afirmam que empresas com maior valor contábil em relação ao valor de mercado apresentam níveis mais baixos de alavancagem. No que tange ao endividamento líquido, foi observado que o mesmo se retrai em 0.014 pontos percentuais mediante o aumento de 1 ponto nessa medida.

As medidas relacionadas às oportunidades de crescimento corroboram, mais uma vez, os pressupostos da teoria do *Trade-Off*. Especificamente a variável relacionada aos gastos com capital, CAPEX, apresentou relação negativa e estatisticamente significativa com as medidas TLA e DL, as quais se reduzem em 0.349 e 0.247 pontos percentuais mediante o aumento de 1 ponto nos gastos com capital. A relação encontrada contraria os achados de Locan e Caldeira (2014), bem como o argumento de Frank e Goyal (2009) de que os gastos de capital aumentam à medida que a alavancagem aumenta devido aos elevados recursos para financiar o investimento. No entanto, a relação negativa encontrada é explicada por meio do argumento de que empresas cujas oportunidades de crescimento são altas, apresentam maior necessidade de recursos para investimentos, influenciando-as a manter baixos níveis de dependência de recursos externos, os quais podem ser captados com mais facilidade

Tabela 11 - Modelo Diferenças em Diferenças com covariáveis

Variável	TLM	TLA	LLM	LLA	DL
Trat./Cont	0.205**	0.032	0.088*	0.024	0.020
DP	(0.107)	(0.081)	(0.490)	(0.078)	(0.076)
t	1.92	0.38	1.79	0.31	0.27
Marco	-0.009	-0.013	0.004	0.048**	-0.037**
DP	(0.276)	(0.021)	(0.012)	(0.020)	(0.019)
t	-0.36	-0.065	0.35	2.38	-1.92
DID	0.320**	-0.084	0.136**	-0.056	-0.053
DP	(0.134)	(0.102)	(0.061)	(0.098)	(0.095)
t	2.39	-0.82	2,22	-0.58	-0.56
RISC	-0.335	-0.133	-0.019	-0.194	0.042
DP	(0.469)	(0.357)	(0.215)	(0.344)	(0.335)
t	-0.71	-0.37	-0.09	-0.56	0.13
ROA	0.510	-0.755***	-0.330	-0.727***	-0.133
DP	(0.344)	(0.262)	(0.157)	(0.252)	(0.246)
t	1.48	-2.88	-2.09	-2.88	-0.54
AT	0.049***	-0.020*	0.024***	0.032***	0.004
DP	(0.014)	(0.010)	(0.006)	(0.010)	(0.010)
t	3.44	-1.83	-3.67	3.05	0.47
TANG	-0.014	-0.046	-0.005	-0.151***	-0.168***
DP	(0.060)	(0.046)	(0.027)	(0.044)	(0.043)
t	-0.023	-1.01	-0.20	-3.38	-3.87
Q	0.018	0.027***	0.007	0.040***	-0.014*
DP	(0.012)	(0.009)	(0.005)	(0.009)	(0.009)
t	1.48	2.83	1.36	4.38	-1.64
CAPEX	-0.087	-0.349***	-0.032	-0.050	-0.247***
DP	(0.073)	(0.055)	(0.033)	(0.053)	(0.052)
t	-1.19	-6.26	-0.96	0.94	-4.72
MA	-0.003	0.015*	-0.001	0.000	-0.000
DP	(0.011)	(0.009)	(0.005)	(0.008)	(0.008)
t	0.31	1.75	-0.18	0.06	-0.10
BF	-0.005	-0.091***	-0.006	-0.052***	-0.051***
DP	(0.011)	(0.008)	(0.005)	(0.008)	(0.007)
t	-0.45	-10.81	-1.28	-6.49	-6.47
APC	-0.000	0.000**	0.000	0.000*	0.000
DP	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
t	-0.81	2.06	1.54	1.88	0.89
Const	-0.796***	0.019	-0.352***	-0.311***	0.139
DP	(1.749)	(0.133)	(0.080)	(0.128)	(0.125)
t	-4.55	0.15	-4.40	-2.43	1.11
Estatística F	6.35***	21.20***	6.25***	11.94***	7.76***
R²	0.179	0.417	0.174	0.287	0.207
R² ajustado	0.151	0.397	0.146	0.263	0.181

Fonte: Elaborada pela autora com base nos dados da pesquisa.

Também considerada uma medida para as oportunidades de crescimento, a mudança nos ativos apresentou relação tanto positiva, quanto negativa com as medidas de alavancagem,

no entanto, estatisticamente significativa apenas com a TLA, a qual se eleva em 0.015 pontos percentuais mediante a alteração de 1 ponto percentual nos ativos das empresas. O aumento na alavancagem mediante alteração nos ativos confirma relação encontrada por Frank e Goyal (2009).

A utilização dos benefícios fiscais no modelo de regressão tem como norteador o argumento central da teoria do *Trade-Off*, na qual a dedutibilidade fiscal da dívida acarreta níveis mais altos de alavancagem, havendo, dessa forma, relação positiva entre elas. Os resultados evidenciados no modelo apresentaram relação oposta, na qual o aumento dos benefícios fiscais acarreta redução na alavancagem a valor contábil (TLA e LLA) em 0.091 e 0.052 pontos percentuais, respectivamente, e, no endividamento líquido em 0.051.

Já, o percentual de ações detido pelo maior acionista da empresa (APC), constitui-se como variável de estudo de considerável relevância em um contexto de estruturas de controle concentradas e maior possibilidade de expropriação dos direitos de acionistas minoritários, como o brasileiro, estando diretamente relacionada aos mecanismos de governança corporativa e sua relação com a avaliação dos títulos emitidos. Embora a variável APC tenha apresentado relação estatisticamente significativa com a alavancagem a valor contábil (TLA e LLA) sua influência, conforme exposto pelo coeficiente em ambas as medidas, foi nula.

De posse dos resultados apresentados na etapa final da análise, a qual consistiu na estimação do modelo com variáveis dependentes, cujo uso é consensual na literatura, bem como a relação obtida entre essas variáveis e sua relação com as medidas de alavancagem utilizadas, é possível inferir maior conformidade dos achados com os pressupostos da teoria do *Trade-Off*, tendo como principais determinantes da estrutura de capital da amostra o ativo total (medida representativa do porte da empresa), o Q de Tobin (relacionado às oportunidades de investimento) e o CAPEX (oportunidade de crescimento). Pesquisas realizadas nacionalmente (Brito e Lima, 2005; Nakamura *et al.*, 2007; Correa *et al.*; 2013) identificaram, igualmente, maior ajuste dos pressupostos da teoria do *Trade-Off* no contexto acionário brasileiro.

Estando a teoria do *Trade-Off* relacionada ao maior nível de alavancagem da empresa, o resultado do modelo, recentemente estimado, vai ao encontro dos achados obtidos por meio da estimação do modelo diferenças em diferenças, na qual foram obtidas relações positivas entre o controle e os níveis de alavancagem a valor de mercado das empresas.

6.3 TESTE DE ROBUSTEZ PARA O MODELO DIFERENÇAS EM DIFERENÇAS

Após expostos e debatidos os resultados do estudo, a presente seção objetiva testar a robustez do modelo DID de maneira a proporcionar maior confiabilidade dos achados, de maneira a afastar a hipótese de aleatoriedade dos resultados.

A escolha do modelo, conforme exposto anteriormente, foi realizada em função da possibilidade de comparação de dois grupos, de tratamento e controle, mediante um marco e a análise dos períodos anterior e posterior a ele. Dessa forma, tem-se na aplicação do modelo, a hipótese de que as empresas de tratamento e controle apresentam predisposição semelhante ao tomar capital no período anterior à adequação às IFRS, denominada de tendências paralelas. Essa tendência, considerada por Roberts e Whited (2013), como premissa central do modelo, devido à dificuldade de ser testada, torna necessária a utilização de testes de robustez para assegurar a validade interna dos resultados. Para tanto, as sessões apresentadas posteriormente, apresentam os testes de robustez para o modelo.

6.3.1 Pareamento por meio do escore de propensão

Devido às diferentes características das empresas que constituem os grupos de tratamento e controle, foi necessário utilizar um conjunto de técnicas estatísticas cujo objetivo consiste em encontrar semelhanças entre ambos os grupos, denominado pareamento. Para (Khandker *et al.*, 2010) o pareamento por meio do escore de propensão consiste em combinar cada participante (tratado) com um não participante (controle) e medir a diferença média na variável de resultado entre os participantes e não participantes. Dessa forma, utiliza técnicas estatísticas para criar um grupo de comparação artificial, na qual, para cada unidade do grupo de tratamento, procura-se encontrar uma unidade de não tratamento que possua as características mais semelhantes possíveis (Martinez *et al.*, 2016).

A aplicação da técnica permite, portanto, identificar o conjunto de empresas emissoras de ADRs (que formam o grupo de controle) que mais se parece com os indivíduos que constituem o grupo de tratamento (empresas afetadas pela adoção do padrão internacional contábil) com base nas características disponíveis por meio dos dados utilizados e variáveis estudadas (dependentes e de controle). As empresas pareadas não tratadas passam, então a ser o grupo de comparação a ser utilizado para estimar o contrafactual (Martinez *et al.*, 2016).

Para a verificação da robustez, o teste foi conduzido usando o escore de propensão de Kernel baseado nas características das empresas estudadas (rentabilidade, porte, oportunidade

de crescimento, oportunidade de investimento, natureza dos ativos, impostos e risco e práticas de governança corporativa), constituídas pelo grupo de controle e tratamento. Dessa forma, para cada empresa não tratada foi encontrada uma ou mais empresas tratadas compatíveis.

Conforme exposto no Tabela 12, os grupos de tratamento e controle são semelhantes em quase todas as dimensões estudadas, exceto ao ser analisada a variável de controle referente à governança corporativa, medida pelo percentual de ações ordinárias do maior acionista da empresa, a qual teve que ser excluída para a estimação do mesmo.

Tabela 12 - Resultados para pareamento por meio do Kernel escore de propensão

Placebo #1: Marco Alternativo 1 (2003-2005)					
	TLM	TLA	LLM	LLA	DL
Antes					
Tratamento	0.045	0.541	0.019	0.248	0.205
Controle	0.199	0.598	0.090	0.327	0.101
Diferença	-0.154***	-0.057***	-0.071***	-0.079***	0.104***
DP	(0.012)	(0.010)	(0.06)	(0.008)	(0.007)
T	<i>-12.51</i>	<i>-5.64</i>	<i>-12.64</i>	<i>-10.04</i>	<i>13.95</i>
Depois					
Tratamento	0.103	0.531	0.050	0.285	0.156
Controle	0.906	0.588	0.408	0.363	0.053
Diferença	-0.804***	-0.080***	-0.358***	-0.079**	0.104***
DP	(0.014)	(0.010)	(0.006)	(0.008)	(0.007)
T	<i>59.48</i>	<i>5.64</i>	<i>59.55</i>	<i>10.04</i>	<i>13.95</i>
DID	-0.650***	0.000	-0.287***	0.000	0.000
DP	(0.018)	-	(0.008)	-	-
T	<i>35.56</i>	-	<i>34.93</i>	-	-

Fonte: Elaborada pela autora com base nos dados da pesquisa.

Conforme exposto, os resultados apresentaram coeficientes estatisticamente significativos para as diferenças entre o controle e o tratamento no período anterior ao marco estudado em todas as variáveis de alavancagem, tanto a valor de mercado e contábil, quanto para o endividamento líquido. A significância destes ao nível de 1% indica haver semelhanças entre as variáveis estudadas em ambos os grupos, tratamento e controle. Resultados semelhantes, significativos ao nível de 1%, foram obtidos para a diferença entre os grupos no período posterior a adequação às IFRS.

Diferentemente, ao ser analisado o coeficiente diferenças em diferenças, foi evidenciada significância apenas nas análises a valor de mercado, em consonância com os demais resultados deste estudo. Para as medidas a valor de mercado (TLA e LLA), bem como para o endividamento líquido, devido às características dos dados, não foi possível a estimação

dos testes. Em suma, os resultados apresentados, sobremaneira o coeficiente DID para as variáveis de mercado, além dos coeficientes apresentados para as demais diferenças, nos períodos anterior e posterior ao marco, confirmam os resultados encontrados anteriormente, ao ser estimado o modelo DID e o modelo DID com covariáveis, haja visto que, foram obtidos resultados semelhantes e estatisticamente significativos, evidenciando semelhanças entre as empresas tratadas e não tratadas.

6.3.2 Teste Placebo

O teste Placebo, também denominado teste de Falsificação (*Falsification test*) foi utilizado devido à similaridade entre empresas que compõem os grupos de estudo e com o objetivo de verificar se os resultados não foram influenciados por características não observáveis que podem ter acarretado maior efeito do controle, constituído por empresas emissoras de ADRs, nos níveis de alavancagem. Para a realização deste, de acordo com Tosun (2015), é necessário manter a estrutura principal do modelo sem alterações, modificando apenas o intervalo de tempo do estudo. Isso significa supor falsamente que o início do tratamento ocorre em um ou mais períodos antes do que realmente aconteceu (ROBERTS e WHITED, 2013).

Ainda de acordo com Roberts e Whited (2013), o efeito estimado do tratamento deve ser estatisticamente indistinguível de zero para garantir que a alteração observada seja mais provável devido ao tratamento em oposição a alguma força alternativa. Esse teste torna possível, portanto, observar se existiram outros choques endógenos relacionados à empresa ou choques exógenos independentes que influenciaram na relação estudada. Se o resultado for significativo, é possível afirmar que houveram outras tendências além do marco estudado, alterando os resultados obtidos (TOSUN, 2016; JIRAPORN e NIMMANUNTA, 2017).

Dessa forma, para a realização do teste Placebo, foi necessário alterar o período referente ao marco estudado, que compreende os anos destinados à adequação das empresas às IFRS, de 2007 a 2009. Na primeira alteração, foi utilizada uma variável *dummy*, denominada Placebo #1, na qual o marco estudado foi alterado, compreendendo os anos de 2003 a 2005. Ao realizar o teste com o Placebo #1, foi mantido o horizonte de três anos de análise tanto no período anterior, quanto no período posterior ao marco. Dessa forma, para os dados que compreendem os períodos de 2000, 2001 e 2002 foi atribuído o valor “0” (zero) e, para os anos entre 2006 e 2008, o valor “1” (um).

De maneira semelhante, o Placebo #2 teve como marco o período compreendido entre 2001 e 2003, sendo “1” (um) atribuído ao período de três anos após o marco e “0” (zero) para o período de três anos anteriores ao marco. Estudos anteriores utilizaram a mesma metodologia para a realização do teste (Almeida *et al.*, 2012; Colombo, 2016; Funchal e Monte-Mor, 2016). Os resultados são apresentados na Tabela 12.

Conforme exposto na parte inicial da tabela, que compreende os resultados do teste Placebo #1, foram novamente observados níveis de alavancagem a valor de mercado e contábil (tanto total quanto de longo prazo) superiores para as empresas emissoras de ADRs, tanto no período anterior quanto no posterior ao marco, evidenciando diferenças significativas entre o tratamento e controle para TLM (-0.112), LLM (-0.052) e LLA (-0.058) das empresas no período que antecede o marco, nas quais o efeito do controle foi superior, influenciando os coeficientes obtidos. Contrariamente, para a variável DL cuja diferença foi de 0.086, o efeito do tratamento se mostrou superior se comparado ao controle.

O período posterior ao marco mostrou diferenças significativas para a alavancagem total TLM (-0.131) e TLA (-0.080) e alavancagem de longo prazo LLM (-0.070) e LLA (-0.058), na qual foi identificada maior influência do efeito do controle devido aos seus níveis mais altos de endividamento. O coeficiente DID para o Placebo #1, conforme esperado *a priori*, não apresentou significância estatística em nenhuma das medidas de alavancagem utilizadas. Esse resultado, ao contrariar os achados do modelo principal (apresentado na Tabela 08), no qual foi encontrada significância das diferenças em diferenças para as medidas TLM e LLM, permite inferir que o período destinado à adequação às IFRS, que compreende 2007-2009, explica as diferenças na alavancagem obtidas no modelo principal. Em suma, a não significância do Placebo #1 mostra que os resultados obtidos no modelo principal não foram afetados por outras tendências, mas sim, pela adoção do padrão internacional contábil.

Tabela 13 - Resultados para os testes Placebo

Placebo #1: Marco Alternativo 1 (2003-2005)					
	TLM	TLA	LLM	LLA	DL
Antes					
Tratamento	0.027	0.559	0.011	0.268	0.218
Controle	0.140	0.601	0.063	0.337	0.132
Diferença	-0.112**	-0.042	-0.052**	-0.069*	0.086**
DP	(0.054)	(0.47)	(0.023)	(0.037)	(0.038)
T	-2.08	-0.88	-2.25	-1.87	2.27
Depois					
Tratamento	0.077	0.524	0.031	0.255	0.145
Controle	0.208	0.603	0.101	0.313	0.128
Diferença	-0.131***	-0.080**	-0.070***	-0.058**	0.017
DP	(0.036)	(0.033)	(0.015)	(0.026)	(0.026)
T	3.63	2.43	4.59	2.26	0.66
DID	-0.019	-0.038	-0.019	-0.011	-0.069
DP	(0.065)	(0.058)	(0.028)	(0.045)	(0.046)
T	0.29	0.66	0.69	0.25	1.49
Placebo #2: Marco Alternativo 2 (2001-2003)					
	TLM	TLA	LLM	LLA	DL
Antes					
Tratamento	0.019	0.540	0.009	0.240	0.212
Controle	0.019	0.536	0.009	0.298	0.136
Diferença	0.000	-0.005	0.000	-0.057	0.076
DP	-	(0.091)	-	(0.134)	(0.137)
T	-	-0.02	-	-0.43	0.55
Depois					
Tratamento	0.090	0.548	0.038	0.259	0.188
Controle	0.062	0.571	0.036	0.285	0.112
Diferença	-0.028	-0.023	-0.001	-0.026	0.76***
DP	(0.037)	(0.036)	(0.016)	(0.025)	(0.026)
T	0.76	0.64	0.07	1.03	2.94
DID	-0.028	-0.028	-0.001	-0.031	0.000
DP	(0.037)	(0.195)	(0.016)	(0.137)	(0.140)
T	0.76	0.14	0.07	0.23	0.00

Fonte: Elaborada pela autora com base nos dados da pesquisa.

Os resultados apresentados para o Placebo #2, cujo marco abrange os períodos de 2001 a 2003, não mostrou diferença estatisticamente significativa entre o efeito do tratamento e controle nas medidas de alavancagem estudadas. No período posterior ao marco foi observada diferença significativa entre os grupos somente no DL, cujo efeito do tratamento nesta medida foi superior. De maneira semelhante ao Placebo #1, a variável DID não foi significativa em nenhuma das análises, confirmando a relevância do marco principal do estudo.

6.3.3 Tripla Diferença

Objetivando a maior confiabilidade dos resultados, foi ainda, estimado o teste de triplas diferenças, o qual consiste, de acordo com Roberts e Whited (2013) na estimação da diferença nas duas diferenças em diferenças estimadas anteriormente pelo modelo DID.

Os resultados referentes aos coeficientes obtidos para as diferenças entre os grupos de controle e tratamento, A e B, período anterior à adequação ao padrão internacional contábil não apresentaram significância estatística nas medidas de alavancagem a valor de mercado e contábil, exceto no endividamento líquido, cuja diferença obtida foi estatisticamente significativa ao nível de 5%. No que tange ao período posterior ao marco estudado, foi encontrado coeficiente negativo estatisticamente significativo para as variáveis dependentes a valor de mercado.

O coeficiente DID, o qual evidencia a tripla diferença testada, não apresentou significância estatística ao comparar os grupos em ambos os períodos em nenhuma das medidas de alavancagem, o que evidencia a não aleatoriedade dos resultados obtidos no modelo principal do estudo.

Tabela 14 - Teste de tripla diferença

Placebo #1: Marco Alternativo 1 (2003-2005)					
	TLM	TLA	LLM	LLA	DL
Antes					
Tratamento (A)	0.052	0.541	2.201	0.244	0.209
Tratamento (B)	0.018	0.544	0.773	0.057	0.185
Controle (A)	0.102	0.564	5.059	0.279	0.108
Controle (B)	0.003	0.633	0.140	0.356	0.181
Diferença	-0.064	0.057	-3.491	0.057	0.097**
DP	(0.069)	(0.057)	(3.170)	(0.042)	(0.042)
T	0.92	1.13	1.10	1.34	2.30
Depois					
Tratamento (A)	0.120	0.540	5.773	0.289	0.161
Tratamento (B)	0.032	0.496	1.818	0.266	0.140
Controle (A)	0.347	0.588	16.506	0.364	0.133
Controle (B)	0.008	0.589	0.374	0.309	0.169
Diferença	-0.250**	0.045	-12.176**	-0.032	0.057
DP	(0.104)	(0.058)	(4.740)	(0.060)	(0.043)
T	2.41	0.78	2.57	-1.47	1.34
DID					
DP	-0.186	-0.020	-8.685	-0.088	-0.040
T	(0.125)	0.082	(5.702)	(0.060)	(0.060)
T	-1.49	(-0.24)	-1.52	-1.47	-0.66

Fonte: Elaborada pela autora com base nos dados da pesquisa.

7. CONCLUSÕES E CONTRIBUIÇÕES DO ESTUDO

O presente trabalho teve como objetivo analisar a influência da governança corporativa na composição da estrutura de capital por meio de um comparativo entre as empresas que aderiram às IFRS mediante a imposição da lei 11.638 (2007) e, empresas que devido à emissão de ADRs já emitiam suas informações de acordo com o padrão internacional contábil. Para o alcance do mesmo, optou-se pela utilização do modelo Diferenças em Diferenças (DID) o qual, ao comparar os grupos de tratamento e controle, permitiu observar alterações na estrutura de capital das empresas mediante tal alteração.

Visando o alcance do objetivo da pesquisa, os capítulos foram estruturados de maneira a embasar as temáticas abordadas. A introdução sobre o tema proposto foi contemplada na primeira seção, a qual além de apresentar um breve debate acerca dos temas de maior relevância para o estudo, expôs a problemática de pesquisa, justificativa teórica, além dos objetivos geral e específicos e, inovação do estudo. Na segunda seção foi realizada a análise teórica do modelo proposto, especificamente acerca da obtenção de capital de terceiros em ambientes legais fracos e, obtenção de recursos mediante alterações na governança corporativa.

A revisão de literatura foi contemplada nas seções 3 e 4, nas quais foram apresentados aspectos gerais e, posteriormente, apresentadas evidências empíricas acerca da estrutura de capital e suas principais teorias e, governança corporativa, respectivamente. Na seção 5 foram percorridos os procedimentos metodológicos do trabalho ao contemplar a amostra de pesquisa, variáveis utilizadas com suas justificativas teóricas e o modelo econométrico do estudo.

A seção 6 se referiu à análise e discussão dos resultados. Para tanto, inicialmente foi realizada a análise estatística, assim como o teste de multicolinearidade, para então, ser iniciada a análise do modelo DID, o qual inicialmente foi realizado por meio da análise gráfica que evidenciou a evolução da alavancagem das empresas de controle e tratamento ao longo do período estudado visando a identificação de tendências paralelas no período anterior ao marco estudado. Após, foram realizadas as análises econométricas do modelo DID, o qual evidenciou as diferenças entre os grupos, de tratamento e controle e, períodos estudados em termos de alavancagem, assim como os testes de robustez. Por fim, a presente seção apresenta as principais considerações finais e contribuições do estudo, assim como as limitações e sugestões para trabalhos futuros.

7.1 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Questões relacionadas à forma como as empresas utilizam capital próprio e de terceiros para financiar seus projetos vêm sendo debatidas desde os trabalhos seminais de Modigliani e Miller (1958; 1963) as quais, apesar de serem considerados marcos para o estudo da estrutura de capital das empresas, têm passado por alterações significativas em termos de aprofundamento teórico e empírico. Estudos posteriores passaram a dar ênfase aos determinantes dos níveis de alavancagem utilizados pelas empresas, fortalecendo pressupostos que originaram as teorias de maior ênfase acerca da estrutura de capital, dentre elas, as teorias do *Trade Off*, *Pecking Order* e *Free Cash Flow*.

A estruturação do capital da empresa, seja ela constituída por capital próprio ou de terceiros, envolve o processo de captação de recursos por meio da avaliação externa, seja de investidores, instituições credoras ou ainda *stakeholders*. Nesse contexto, fatores que influenciem a expectativa dos envolvidos nesse processo são considerados chaves para a tomada de recursos.

Dentre eles, as práticas de governança corporativa podem ser consideradas mecanismos para o processo de avaliação das empresas em que serão alocados recursos, assegurando o retorno do investimento e o recebimento dos direitos dos fornecedores de capital, determinando, portanto, a política de financiamento da empresa. A governança corporativa e o aprimoramento das suas práticas têm recebido maior ênfase no contexto mundial em função de fraudes e adulteração das informações contábeis em empresas americanas e europeias. Especificamente no Brasil, é notório um esforço por parte dos órgãos reguladores no que tange à necessidade de transmitir ao mercado doméstico e internacional maior credibilidade, culminando no fortalecimento do ambiente nacional acionário.

A divulgação de informações pelas empresas de capital aberto pode ser considerada um dos fatores determinantes para a eficiência do mercado, propiciando um melhor conhecimento deste no momento que antecede o investimento, *ex ante* e, *ex post*, ao reduzir problemas relacionados ao risco moral por meio do cumprimento de práticas adequadas de governança corporativa. Com o objetivo de suprir lacunas relacionadas às informações divulgadas, bem como tornar o mercado de capitais brasileiro mais consolidado perante seus investidores e credores, tanto internos quanto externos, foi iniciada no Brasil, em 2007, a adoção obrigatória ao padrão internacional contábil (IFRS), a qual ocorreu por meio de duas fases, abrangendo os períodos entre 2007 e 2009.

A adesão às IFRS em mercados de capitais mais fracos, como o brasileiro, para (Santos *et al.*, 2014;), visa fortalecer o mercado de capitais interno por meio da maior liquidez, redução do risco percebido pelos investidores e facilidade o acesso a capital, o qual é obtido à menor custo. Embora a convergência para o padrão internacional tenha exigido adaptação de uma parcela considerável de empresas brasileiras de capital aberto, as quais passaram a alterar o formato e conteúdo das informações financeiras e contábeis apresentadas, um grupo de empresas, devido ao acesso ao mercado internacional, já emitia suas informações conforme esse padrão. Esse grupo de empresas, por meio da dupla-listagem no mercado de capitais doméstico e internacional, já cumpria normas relacionadas ao padrão internacional contábil por meio da lei SOX e USGAAP, seguindo elevados níveis de *disclosure* de informações e práticas mais refinadas de governança corporativa, se comparadas às brasileiras.

Nessa perspectiva, a adequação às normas internacionais contábeis pelas empresas listadas duplamente, as quais pela emissão de ADRs têm a possibilidade de captação de recursos externos, torna plausível o questionamento acerca da efetividade da adoção às IFRS na forma como as empresas compõem seu financiamento, se comparadas empresas que aderiram a este padrão mediante imposição dos órgãos reguladores, pela lei 11.638 (2007) e empresas emissoras de ADRs, por meio da dupla-listagem.

Ao contemplar o objetivo geral, foi possível observar a evolução dos níveis de alavancagem utilizados por empresas de ambos os grupos, controle e tratamento e, por meio da estimação do modelo DID, identificar o impacto da adequação às IFRS na estrutura de capital das empresas desses grupos. Foi ainda, analisado um grupo de variáveis de controle, consideradas pela literatura acadêmica fatores que influenciam os níveis de alavancagem utilizados pelas empresas.

Os resultados da pesquisa evidenciam, por meio da análise da estatística descritiva das medidas de alavancagem, que a adoção às IFRS acarretou em alterações na estrutura de capital das empresas por meio das oscilações prioritariamente positivas observadas na contratação de recursos, tanto em empresas do grupo de tratamento, quanto de controle. Especificamente para as empresas emissoras de ADRs, foi observada alteração nos níveis de alavancagem medidos à valor de mercado, TLM e LLM, os quais elevaram-se de maneira significativa. Embora a LLA tenha, igualmente, apresentado alteração positiva e estatisticamente significativa, assim como as variáveis a valor de mercado, essa alteração se mostrou menos expressiva.

Em relação às empresas de tratamento, os resultados mostraram aumento nos níveis de alavancagem no período posterior ao evento estudado. Em síntese, é possível afirmar que as

empresas que aderiram às IFRS mediante imposição da lei, alteram seus níveis de alavancagem de maneira estatisticamente significativa, conforme evidenciado pelo teste t, em todas as medidas analisadas, sendo de maneira mais expressiva as medidas a valor de mercado.

Embora as oscilações em termos de alavancagem tenham evidenciado maior contratação de capital no grupo de empresas de controle, não rejeitando a hipótese 4 do estudo, os resultados permitiram igualmente, não rejeitar a hipótese 2 da pesquisa, haja visto que houve, também, aumento no endividamento das empresas do grupo de tratamento. A justificativa para esse achado é corroborada por Calixto (2010) e Walker e Christensen (2010), ao afirmar que a melhora na qualidade das informações divulgadas acarreta a redução da assimetria informacional existente entre a empresa e o mercado, reduzindo o risco percebido por investidores e credores. A redução do risco induz uma maior disponibilidade de alocação de capital por parte de investidores e credores, tornando possível a redução do custo do capital utilizado e, alterando os níveis de alavancagem utilizados pelas empresas.

A análise gráfica, por sua vez, cujo objetivo era apresentar a evolução e o comportamento da alavancagem ao longo do período estudado, evidenciou alteração nos níveis de contratação de dívida entre os grupos no período posterior ao evento estudado. Além disso, confirmou a hipótese de tendências paralelas no período anterior a este, a qual caracteriza comportamento semelhante no endividamento das empresas ao comparar os grupos de controle e tratamento. As medidas a valor de mercado, TLM e LLM indicaram que, no período anterior à adequação ao padrão internacional contábil, as empresas que aderiam a este, mediante imposição da lei e empresas emissoras de ADRs, apresentaram comportamento semelhante em termos de endividamento. No entanto, esse padrão não foi observado no período posterior, evidenciando possíveis efeitos das IFRS na alavancagem após esse período.

Os resultados apresentados graficamente são corroborados pela estimação do modelo Diferenças em Diferenças. Os coeficientes relacionados às diferenças entre o tratamento e controle, confirmando a hipótese de tendências paralelas, não apresentaram significância estatística entre os efeitos do tratamento e controle no período que antecede o marco para as medidas a valor contábil e de mercado, mas sim para o endividamento líquido. No período posterior ao marco, o efeito do controle sobre a alavancagem mostrou-se significativo estatisticamente, evidenciando que, em termos de TLM, LLA e LLA as empresas de ambos os grupos apresentaram diferenças significativas. O coeficiente DID, de maior relevância para o modelo por apresentar a disparidade entre os grupos nos períodos anterior e posterior ao evento, apontou para diferenças estatísticas nas variáveis a valor de mercado. Sendo o efeito do tratamento significativo estatisticamente.

Essa diferenciação pode estar relacionada ao fato de que, em razão da dupla listagem, a emissão de ADRs exige certas adequações das empresas emitentes no que tange à transparência de informações, tanto no mercado de capitais interno quanto externo, facilitando seu acesso à capital. Tal situação é exposta pela hipótese de comprometimento, defendida por Coffee (1999; 2002) e Stulz (1999), os quais afirmam que empresas provenientes de países com baixo nível de proteção legal, como é o caso do Brasil, tendem a utilizar a listagem em mercados mais desenvolvidos como forma de sinalizar ao mercado que pretendem aprimorar ou manter níveis elevados em suas práticas de governança corporativa.

Ao serem estimados os modelos com a inclusão das covariáveis, ficou evidenciada maior explicação das relações entre as variáveis e as medidas de alavancagem por meio dos pressupostos da teoria do *Trade-Off*, sendo as alterações na estrutura de capital das empresas influenciadas, principalmente, pelo porte da empresa, oportunidades de crescimento e investimento. Essas variáveis se relacionam com os resultados obtidos por meio da estimação do modelo Diferenças em Diferenças, haja vista que as alterações na alavancagem das empresas, em especial as pertencentes ao grupo de controle, cujo efeito apresentou-se estatisticamente significativo, foram influenciadas pela melhoria na governança corporativa, acarretando em maior facilidade para captação de recursos.

7.2 CONTRIBUIÇÕES DO ESTUDO

O presente estudo oferece contribuição empírica significativa para o campo de finanças corporativas e, sobremaneira, para estudos relacionados à estrutura de capital de empresas brasileiras de capital aberto ao explorar um dos temas de maior relevância na área, embora amplamente debatido. Sua contribuição situa-se no estudo da influência da governança corporativa nos níveis de endividamento de maneira distinta da maioria dos trabalhos realizados na área, na qual o marco estudado, adequação às IFRS mediante a imposição da lei 11.638 (2007), foi utilizado como medida para as alterações nas práticas de governança corporativa.

Dessa maneira, a pesquisa contribui para o entendimento da relação existente entre as IFRS e o endividamento, discussão distinta às muitas pesquisas relacionadas às IFRS, cujo foco tem sido a adequação a esse padrão e aos níveis de informações divulgadas pelas empresas.

Outra contribuição pertinente do trabalho consistiu na escolha do modelo, o estimador Diferenças em Diferenças, por ser considerado um procedimento estatístico que permite a avaliação de uma determinada intervenção ao comparar dois grupos, de tratamento e controle,

nos períodos anterior e posterior ao marco estudado, o qual viabilizou a obtenção de um estimador que mede o efeito da intervenção, especificamente a adoção ao padrão internacional contábil sobre o grupo de empresas que aderiram às IFRS mediante a imposição da lei, comparando-o em relação ao grupo de empresas emissoras de ADRs, que não sofreu impactos desta intervenção. A importância do modelo estimado é acentuada devido à exigência de que os dados para sua estimação sejam provenientes de experimento natural (ou quase-experimento), oriundos de alterações exógenas. A seguir são apresentadas as limitações do estudo.

7.3 LIMITAÇÕES DO ESTUDO

Após apresentadas as contribuições do estudo, cabe ressaltar alguns aspectos que limitaram tanto as análises quanto considerações mais assertivas e generalizadas. A primeira delas reside no fato de que o marco estudado se refere à adequação ao padrão internacional contábil ocorrido por meio de duas fases entre os períodos de 2007 e 2009, limitando, portanto, os períodos de estudo tanto no momento anterior, quanto posterior a este. Além disso, embora as IFRS tenham se tornado obrigatórias para as demonstrações apresentadas ao final desse período de adequação, os resultados obtidos para o estudo podem ser parcialmente viesados pelo fato de que algumas empresas brasileiras, mesmo após esse período, ainda mostravam baixos níveis de conformidade com os requisitos de divulgação.

Além disso, o grupo de controle, conforme exposto pela literatura acerca de experimentos e quase-experimentos, deve ser constituído por elementos que não tenham sofrido alterações mediante o marco ou evento estudado. Embora atenda a esse requisito, o grupo de controle da pesquisa, constituído por empresas emissoras de ADRs, limitou-se a um número reduzido de empresas se comparado ao grupo de tratamento, o qual se deve ao baixo número de empresas brasileiras duplamente listadas.

Tem-se ainda que, devido ao foco do estudo, que consistia em comparar dois grupos de empresas em período distintos, não foram utilizadas abordagens empíricas diferentes para conferir maior significância e comparabilidade aos achados da pesquisa.

7.4 SUGESTÕES PARA TRABALHOS FUTUROS

As contribuições do presente estudo estão, conforme recentemente apresentado, sujeitas a algumas restrições, como a escolha do método, dos grupos e do marco estudado. Dessa forma,

devido ao vasto campo de análise do tema relacionado à estrutura de capital e governança corporativa sugere-se, para trabalhos futuros, que mais intervenções sejam estudadas a fim de compreender impactos dessas alterações no desenvolvimento do mercado de capitais.

Ainda no que tange ao modelo, alterações no período de análise podem, igualmente, contribuir para o melhor entendimento do melhoramento e harmonização contábil, tornando-se interessante então, analisar o nível de conformidade nos períodos posteriores à alteração contábil e sua relação com os resultados obtidos no presente estudo.

Ademais, os resultados aqui encontrados estão diretamente relacionados à escolha das variáveis, dessa forma, sugere-se ainda que sejam realizadas pesquisas de cunho semelhante por meio da escolha de diferentes fatores ou diferentes medidas como influenciadores das alterações da política de financiamento das empresas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS:

AKERLOF, G. A. The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970.

ALBANEZ, T. Efeitos do Market Timing sobre a estrutura de capital de companhias abertas brasileiras. Tese (Doutorado) – **Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade**, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012, 260 p.

ALDRIGHI, D. M.; MAZZER, R. Evidências sobre as estruturas de propriedade de capital e de voto das empresas de capital aberto no Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, v. 61, n. 2, p. 129-152, 2007.

ALLEN, D. E., The Pecking Order Hypothesis: Australian Evidence. **Applied Financial Economics**, v. 3, p. 101-112, 1993.

ARPING, S.; SAUTNER, Z. Corporate governance and leverage: evidence from a natural experiment. **Finance Research Letters**, v. 7, p. 127-134, 2010.

AVELAR, E. A.; CUNHA, N. G.; BOINA, T. M.; SOUZA, A. A. Teoria dos Fluxos de Caixa Livres: uma Análise no Mercado Acionário Brasileiro. In: XV Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, São Paulo, 2015.

Axelson, U.; Jenkinson, T.; Strömberg, P.; Weisbach, M. S. Borrow Cheap, Buy High? The Determinants of Leverage and Pricing in Buyouts. **The Journal of Finance**, v. 68, p. 2223-2267, 2013.

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

BALASSIANO, M. G. Estrutura de propriedade e teoria da agência: um estudo de empresas brasileiras e seus diferentes tipos de controladores. **Dissertação (Mestrado) – Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas**, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2012, 80 p.

BASKIN, J. B. An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis. **Financial Management**, v. 18, p. 26-35. 1989.

BENEISH, M. D.; MILLER, B. P.; YOHN, T. L. Macroeconomic evidence on the impact of mandatory IFRS adoption on equity and debt markets. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 34, n. 1, p. 1-27, 2015.

BERLE, A.; MEANS, G. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: Macmillan, 1932

BERTRAND, M. DUFLO, E.; MULLAINATHAN, S. How much should we trust differences-in-differences estimates? **Quarterly Journal of Economics**, v. 119, n. 1, p. 249-275, 2004.

_____; MEHTA, P.; MULLAINATHAN, S. Ferreting out tunneling: an application to Indian business groups. **Quarterly Journal of Economics**, v. 117, n. 1, p. 121-148, 2002.

BERTUCCI, J. L. de O.; BERNARDES, P.; BRANDRÃO, M. M. Políticas e práticas de governança corporativa em empresas brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração-USP**, v. 41, n. 2, p. 183-196, 2006.

BEUREN, I. M.; ALMEIDA, D. M. Impacto na adoção de Normas Internacionais de Contabilidade na área de Consultoria. **Revista de Administração Contemporânea-RAC**, v. 19, n. 3, p. 311-335, 2015.

BLACK, B.; CARVALHO, A. G. DE; SAMPAIO, J. O. The evolution of corporate governance in Brazil. **Emerging Markets Review**, v. 20, p. 176-195, 2014.

BOLSA, BRASIL E BALCÃO- B3. Disponível em: < <http://www.bmfbovespa.com.br> > Acesso em 13/07/2017.

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.

BRITO, G. A. S.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. **Revista de Contabilidade e Finanças**, n. 43, p. 9-19, 2007.

BRÜGGEMANN, U.; HITZ, J. M.; SELLHORN, T. Intended and unintended consequences of mandatory IFRS adoption: a review of extant evidence and suggestions for future research. **European Accounting Review**, v. 22, n. 1, p. 1-37, 2013.

CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. A influência da estrutura de propriedade e controle sobre o valor de mercado corporativo no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças-USP**, v. 24, n. 62, p. 142-153, 2013.

CAMPELLO, M. Mini curso - The fundamental endogeneity problem (material didático). **Congresso da Sociedade Brasileira de Finanças**, 2014.

CAMPOS, A. L. S.; NAKAMURA, W. T. Rebalanceamento da estrutura de capital: endividamento setorial e folga financeira. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 19, Edição Especial, p. 20-37, 2015.

CATAPAN, A.; COLAUTO, R. D. Governança corporativa: uma análise de sua relação com o desempenho econômico-financeiro de empresas cotadas no Brasil nos anos de 2010-2012. **Revista Contaduría y Administración**, v. 59, n. 3, p. 137-164, 2012.

CHIRIINKO, R. S.; SINGHA, A. R. Testing statistic trade-off against pecking order models of capital structure: a critical comment. *Journal of Financial Economics*, v. 58, p. 417-425, 2000.

COFFEE, John C. The future as history: the prospects for global convergence in corporate finance and its implications. **Northwestern University Law Review**, v. 93 n. 3, p. 641-708, 1999.

_____. Racing towards the top? The impact of cross-listings and stock market competition on international corporate governance. **Working Paper n. 205** Columbia University Center for Law and Economic Studies, 2002.

COLAUTO, R. D.; NOGUEIRA, I. V.; LAMOUNIER, W. M. Q de Tobin e indicadores financeiros tradicionais em companhias siderúrgicas com ações na Bovespa e NYSE. **Revista Reflexão Contábil**, v. 28, n. 3, p. 9-23, 2009.

COLOMBO, J. A.; GALLI, O. C. Governança corporativa no Brasil: níveis de governança e rendimentos anormais. **Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão**, v. 9, n. 4, p. 26-37, 2010.

COLOMBO, J. The role of taxes and the interdependence among corporate financial policies: Evidence from a natural experiment *in* Essays in empirical corporate finance and macro-finance. **Tese (doutorado) – Faculdade de Ciências Econômicas**, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2016, 123 p.

CORREA, C. A.; BASSO, L. F. C.; NAKAMURA, W. T. A estrutura de capital das maiores empresas brasileiras: análise empírica das teorias do Pecking Order e Trade-Off, usando panel data. **Revista de Administração da Mackenzie-RAM**, v. 14, n. 2, p. 106-133, 2013.

COVA, C. J. G. A adoção das IFRS no Brasil e o fortalecimento das boas práticas de governança. **Revista Pensar Contábil**, v. 10, n. 42, p. 22-30, 2008.

DASKE, H.; HAIL, L.; LEUZ, C.; VERDI, R. Mandatory IFRS reporting around the world: early evidence on the economic consequences. **Journal of Accounting Research**, v. 46, n. 5, p. 1085-1142, 2008.

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 da Mackenzie-RAM**, v. 10, n. 6, p. 132-153, 2009.

DE ANGELO, H.; ROLL, R. How Stable Are Corporate Capital Structures? **The Journal of Finance**, v. 70, n. 1, p. 373-418, 2015.

DENIS, D. J. The persistent puzzle of corporate capital structure: current challenges and new directions. **The Financial Review**, v. 47, p. 631-643, 2012.

DEVOS, E.; RAHMAN, S.; TSANG, D. Debt covenants and the speed of capital structure. **Journal of Corporate Finance**, v. 45, p. 1-18, 2017.

DIAMOND, D. W. Presidential address, committing to commit: short-term debt when enforcement is costly. **The Journal of Finance**, v. 59, n. 4, p. 1447-1479, 2004.

DOIDGE, C., DYCK, A. Taxes and Corporate Policies: Evidence from a Quasi Natural Experiment. **The Journal of Finance**, v. 70, n. 1, p. 45–89, 2015.

DONALDSON, G. **Corporate debt capacity: a study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity**. Boston: Harvard Business School, Division of Research, Harvard University, 1961.

FAMÁ, R.; BARROS, L. A. B. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v. 7, n. 4, p. 27-43, 2000.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Testing trade-off and pecking order prediction about dividends and debt. **The Review of Financial Studies**, v. 15, n. 1, p. 1-33, 2002.

FAMÁ, R.; GRAVA, J. W. Teorias da estrutura de capital- as discussões persistem. **Caderno de Pesquisa em Administração**. v. 1, n. 11, 1ºtrim/2000.

FONSECA, J. J. S. **Metodologia da pesquisa científica**. Fortaleza: UEC, 2002. Apostila.

FRANK, M. Z.; GOYAL, V. K. Testing the pecking order theory of capital structure. **Journal of Financial Economics**, v. 67, p. 217-248, 2003.

_____; GOYAL, V. Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important? **Financial Management**, v. 38, n. 1, p. 1-37, 2009.

FREITAS NETO, R. M.; MOL, A. L. R. Determinantes dos papéis dos conselhos de administração de empresas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea-RAC**, v. 21, Edição Especial FCG, art. 4, p. 63-83, 2017.

FUNCHAL, B.; MONTE-MOR, D. S. Corporate governance and credit access in Brazil: The Sarbanes-Oxley act as a natural experiment. **Corporate Governance: An International Review**, v. 26, n. 5, p. 528-547, 2016.

FUTEMA, M. S.; BASSO, L. F.; KAYO, E. K. Estrutura de capital, dividendos e juros sobre o capital próprio: testes no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças-USP**, v. 20, n. 49, p. 44-62, 2009.

GAUD, P.; JANI, E.; HOESLI, M.; BENDER, A. The capital structure of Swiss companies: an empirical analysis using dynamic panel data. **European Financial Management**, v. 51, n. 1, p. 51-69, 2005.

GATSIOS, R. C.; SILVA, J. M. da; AMBROZINI, M. A.; ASSAF NETO, A.; LIMA, F. G. Impact of adopting IFRS standard on the equity cost of Brazilian open capital companies. **Revista de Administração da Mackenzie-RAM**, v. 17, n. 4, p. 85-108, 2016.

GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 5.ed. São Paulo: Atlas, 1999.

GRAHAM, J.R.; C. HARVEY. The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. **Journal of Financial Economics**, v. 60, p. 187-243, 2001.

GRAHAM, J. R.; LEARY, M. T.; ROBERTS, M. R. A century of capital structure: the leveraging of corporate America. **Journal of Financial Economics**, v. 118, p. 658-683, 2015.

GOMES, G. L.; LEAL, R. P. C. Determinantes da estrutura de capitais das empresas brasileiras com ações negociadas em bolsas de valores. In: LEAL, R. P. C.; COSTA JR. N. C. A.; LEMGRUBER, E. F. (Org.). **Finanças corporativas**. São Paulo: Atlas, 2000.

HAIR JR., J. F.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L.; BLACK, W. C. **Análise multivariada de dados**. 5.ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HOVAKIMIAN, A.; OPLER, T.; TITMAN, S. The debt-equity choice. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 36, n. 1, p. 1-24, 2011.

JARQUE, C.; BERA, A. K. Efficient tests for normality, homoscedasticity and serial Independence of regression residuals. **Economics Letters**, v. 6, p. 255-259, 1980.

JAYARATNE, J.; STRAHAM, P. The finance-growth nexus: evidence from bank branch regulation. **Quarterly Journal of Economics**, v. 111, n. 3, p. 639-701, 1996.

JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **The American Economic Review**, v. 6, n. 2, p. 323-329, 1986.

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

JIRAPORN, P.; NIMMANUNTA, K. Estimating the effect of board independence on managerial ownership using a quasi-natural experiment. **Applied Economics Letter**, v. 27, n. 17, p. 1237-1243, 2018.

JÕEVEER, K. What do we know about the capital structure of small firms? **Small Business Economics**. v. 41, n. 2, p. 470-501, 2013.

KAYHAN, A.; TITMAN, S. Firms' histories and their capital structure. **Journal of Financial Economics**, v. 83, p. 1-31, 2007.

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

KAPLAN, S. The effects of management buyouts on operating performance and value. **Journal of Financial Economics**, v. 24, p. 217-254, 1989.

KIESCHNICK, R.; MOUSSAWI, R. Firm age, corporate governance, and capital structure choices. **Journal of Corporate Finance**, v. 48, p. 597-614, 2018.

KIRCH, G. Determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras. **Revista ConTexto**, v. 8, n. 13, 2008.

KIRCH, G.; TERRA, P. R. S. Determinants of corporate debt maturity in South America: do institutional quality and financial development matter? **Journal of Corporate Finance**, v. 18, p. 980-993, 2012.

- KRAUS, A.; LITZENBERGER, R. H. A state-preference model of optimal financial leverage. **The Journal of Finance**, v. 28, n. 4, p. 911-922, 1973.
- LAND, L. H. P.; LITZENBERGER, R. H. Dividend announcements: cash flow signaling vs. free cash flow hypothesis? **Journal of Financial Economics**, v. 24, p. 181-191, 1989.
- LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Law and finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, n. 6, 1988.
- _____. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, n. 1, p. 3-28, 2000.
- Leal, R. P. Governance practices and corporate value: a recent literature survey. **Revista de Administração da USP**, v. 39, n. 4, p. 327-337, 2004.
- LEAL, R. P. C.; CARVALHAL, A. L.; IERVOLINO, A. P. One decade of evolution of corporate governance practices in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 13, n. 1, p. 134-161, 2015.
- LEARY, M. T.; ROBERTS, M. R. Do firms rebalance their capital structures? **The Journal of Finance**, v. 60, n. 6, p. 2575-2619, 2005.
- LEE, E.; WALKER, M.; Christensen, H. B. Mandating IFRS: its impact on the cost of equity capital in Europe. **Journal of International Accounting Research**, v. 9, n. 1, p. 58-59, 2010.
- LEHN, K.; POULSEN, A. Free cash flow and stockholder gains in going private transactions. **The Journal of Finance**, v. 44, n. 3, p. 771-787, 1989.
- LELAND, H. E.; PYLE, D. H. Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. **The Journal of Finance**, v. 32, n. 2, p. 371-387, 1977.
- LEMMON, M. L.; ROBERTS, M. R.; ZENDER, J. F. Back to the beginning: persistence and the cross-section of corporate capital structure. **The Journal of Finance**, v. 63, n. 4, p. 1575-1608, 2008.
- LI, S. Does mandatory adoption of International Financial Reporting Standards in the European Union reduce the cost of equity capital? **The Accounting Review**, v. 85, n. 2, p. 607-636, 2010.
- LOCAN, T. R.; CALDEIRA, J. F. Estrutura de capital, liquidez de caixa e valor da empresa: Um estudo de empresas brasileiras cotadas em Bolsa. **Revista Contabilidade & Finanças-USP**, v. 25, n. 64, p. 46-59, 2014.
- LÓPEZ-GRACIA, J.; SOGORB-MIRA, F. Testing trade-off and pecking order theories financing SMEs. **Small Business Economics**, v. 31, n. 2, p. 117-136, 2008.
- LOURENÇO, I. C.; BRANCO, M. C. A governança corporativa e o efeito da adoção das IFRS: o caso brasileiro. **Revista Universo Contábil**, v. 11, n. 1, p. 157-172, 2015.

MAIA, H. A.; FORMIGONI, H. Empresas de auditoria e o compliance com o nível de evidenciação obrigatório durante o processo de convergência às normas internacionais de contabilidade no Brasil. **Anais do Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis**, Vitória, ES, Brasil, 2011.

MARQUES, M. T.; NAKAO, S. H.; COSTA, P. de S. Book-tax differences and capital structure. **Revista de Administração da Mackenzie-RAM**, v. 18, n. 6, p. 177-200, 2017.

McCAHERY, J. A.; SAUTNER, Z.; STARKS, L.T. Behind the scenes: The corporate governance preferences of institutional investors. **The Journal of Finance**, v. 71, n. 6, p. 2905-2932, 2016.

MEDEIROS, O. R.; DAHER, C. E. Testando teorias alternativas sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 12, n. 1, p. 177-199, 2008.

MEDEIROS; O. R. de.; TIBÉRIO, C. S. B. Fatores que influenciam as empresas brasileiras na decisão de listar suas ações em bolsas de valores estrangeiras. **Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 6, n. 2, p. 169-184, 2009.

MENDONÇA, M. M. de; COSTA, F. F. da; GALDI, F. C.; FUNCHAL, B. O impacto da lei Sarbanês-Oxley (SOX) na qualidade do lucro das empresas brasileiras que emitiram ADRs. **Revista Contabilidade & Finanças-USP**, v. 21, n. 52, 2010.

MEYER, B. D. Natural and Quasi-experiments in economics. **Journal of Business & Economics Statists**, v. 13, n. 2, p. 151-161, 1995.

MYERS, S.C. Determinants of corporate borrowing. **Journal of Financial Economics**, v. 5, p. 147-175, 1977.

MYERS, S. The capital structure puzzle. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 575-592, 1984.

MYERS, S.; MAJLUF, N. 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.

_____. Capital Structure. **The Journal of Economics Perspectives**, v. 15, n. 2, p. 81-102, Spring, 2001.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. The cost of capital, corporate finance and the theory of investment. **The American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.

_____. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. **The American Economic Review**, v. 53, n. 3, p. 433-443, 1963.

BERK, K N. Tolerance and Condition in Regression Computations. **Journal of the American Statistical Association**, v. 72, n. 360, p. 863 – 866, 1977.

MOREIRA, N. C.; RAMOS, F.; ROGO, J. K.; ROGO, R. Conference Calls: an empirical analysis of information content and the type of disclosed News. **Brazilian Business Review**, v. 13, n. 6, p. 291-315, 2016.

MOURA, A. A. F. de; COELHO, A. C. D. Impacto de mudanças em padrões contábeis em indicadores de endividamento de firmas: evidências no Brasil. **XXXVIII Encontro da ANPAD**, Rio de Janeiro/RJ 2014.

NAKAMURA, W. T.; MARTIN, D. M. L.; FORTE, D; CARVALHO FILHO, A. F.; COSTA, A. C. F.; AMARAL, A. C. Determinantes e estrutura de capital no mercado brasileiro- análise de regressão com painel de dados no período de 1999-2003. **Revista Contabilidade & Finanças-USP**. n. 44, p. 72-85, 2007.

NARANJO, P.; SAAVEDRA, D.; VERDI, R. S. Financial reporting regulation and financing decisions. **Working paper, Social Sciences Research Network**.

OKIMURA, R. T.; SILVEIRA, A. D. M.; ROCHA, K. C. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 1, n. 1, p. 119-135, 2007.

OPLER, T.; TITMAN, S. The determinants of leveraged buyout activity: free cash flow vs. financial distress costs. **The Journal of Finance**, v. 48, n. 5, p.1 985-1999, 1993.

PAREDES, C. A. O. Avaliação de impacto do Proagro Mais: um estudo de caso. **Tese (Doutorado) - Escola Superior de Agricultura —Luiz de Queiroz**, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016, 177 p.

PIRES, C. de O.; DECOURT, R. F. Os impactos da fase final de transição para o IFRS no Brasil. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 17, n. 54, p. 736-750, 2015.

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

ROBERTS, M. R.; WHITED, T. M. Endogeneity in Empirical Corporate Finance. **Handbook on the Economics of Finance**, vol. 2, p. 493-572, 2013.

RODRIGUES, C. K. Teorema central do limite: um estudo ecológico do saber e do didático. **Tese (Doutorado)**. Pontifícia Universidade Católica de São Paulo - PUC, São Paulo, 2009, 219 p.

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

ROSSETTI, J. P.; ANDRADE, A. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 7. Ed. São Paulo: Atlas, 2014.

SANTOS, E. S.; PONTE, V. M.; MAPURUNGA, P. V R. Adoção obrigatória do IFRS no Brasil (2010): índice de conformidade das empresas com a divulgação requerida e alguns fatores. **Revista Contabilidade & Finanças-USP**, v. 25, n. 65, p. 161-176, 2014.

SANTOS, M. A. dos; FÁVERO, L. P. L.; DISTADIO, L. F. Adoption of the international financial reporting standards (IFRS) on companies' financing structure in emerging economies. **Finance Research Letters**, v. 16, p. 179-189, 2016.

SERRASQUEIRO, Z.; ARMADA, M.; NUNES, P. Pecking-order theory versus trade-off theory: are service SME's capital structure decisions different? **Service Business**, v. 5, n. 4, p. 381-409, 2011.

SERRASQUEIRO, Z.; CAETANO, A. Trade-Off Theory versus Pecking Order Theory: capital structure decisions in a peripheral region of Portugal. **Journal of Business Economics and Management**, v. 16, n. 2, p. 445-466, 2015.

SCHUNTZEMBERGER, A. M. de S.; JACQUES, E. R.; GONÇALVES, F. de O.; SAMPAIO, A.V. Análises quase-experimentais sobre o impacto das cooperativas de crédito rural solidário no PIB municipal da agropecuária. **Revista de Economia e Sociologia Rural**, v. 53, n. 03, p. 497-516, 2015.

SHYAM-SUNDER, L.; MYERS, S. Testing statistic tradeoff against pecking order models of capital structure. **Journal of Financial Economics**, v. 51, n. 2, p. 219-244, 1999.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1977.

SHLEIFER, A.; SUMMERS, L. H. Breach of trust in hostile takeovers. **National Bureau of Economic Research**, 1987.

SILVA, E. S.; KAYO, E. K.; LIMA, I. S. Dupla listagem, alavancagem e maturidade da dívida. **Revista de Gestão-REGE**, v. 24, p. 98-109, 2017.

SILVA, J. C. G. da; BRITO, R.D. Testando as previsões do trade-off e Pecking Order sobre dividendos e dívida no Brasil. **Revista Estudos Econômicos**, v. 35, n. 1, p. 37-79, 2005.

SILVA, R. L. M. da; NARDI, P. C. C. Full adoption of IFRS in Brazil: earnings quality and the cost of equity capital. **Research in International Business and Finance**, v. 42, p. 1057-1073, 2017.

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

SILVEIRA, H. P. da. Dupla listagem e estrutura de capital. **Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade**, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008, 148.

SONDERSTROM, N. S.; SUN, K. J. IFRS adoption and accounting quality: a review. **European Accounting Review**, v. 16, n. 4, p. 675-702, 2007.

SONZA, I. B.; KLOECKNER, G. de O. Governança em estruturas proprietárias concentradas: novas evidências para o Brasil. **Revista de Administração**, v. 49, n. 2, p. 322-338, 2014.

SOUR, G. Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e performance das firmas brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**, v. 59, p. 635-674, 2005.

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

STULZ, R. M. Globalization, corporate finance and the cost of capital. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 26, p. 3-28, 1999.

TARATIN, W. JR.; VALLE, M. R. do. Estrutura de capital: o papel das fontes de financiamento nas quais companhias abertas brasileiras se baseiam. **Revista Contabilidade & Finanças-USP**, v. 26, n. 69, p. 331-344, 2015.

TIROLE, J. Corporate Governance. **Econometrica**, v. 69, n. 1, p. 1-35, 2001.

_____. **The Theory of Corporate Finance**, Princeton University Press, 2006.

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

TOBIN, J.; BRAINARD, W. Pitfalls in financial model building. **American Economic Review**, v. 58, n. 2, 1968.

TOBIN, J. A General equilibrium approach to monetary theory. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 1, n. 1, p. 15-29, 1969.

TORRES, D.; BRUNI, A. L.; RIVERA-CASTRO, M. A.; MARTINEZ, A. L. Estrutura de propriedade e controle, governança corporativa e o alisamento de resultados no Brasil. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, ano 07, v. 1, n. 13, p. 11-34, 2010.

TOSUN, O. K. The effect of CEO option compensation on the capital structure: a natural experiment. **Financial Management**, v. 45, n. 4, p. 953-979, 3016.

VIG, V. Access to Collateral and Corporate Debt Structure: Evidence from a Natural Experiment. **The Journal of Finance**, v. 68, n. 3, p. 881-928, 2013.

VILLA, J. M.. Diff: simplifying the estimation of difference-in-differences treatment effects. **The Stata Journal**, v. 16, n. 1, p. 52-71, 2016.

WEI, K. C. J.; Zhang, Y. Ownership structure, cash flow, and capital investment: Evidence from East Asian economies before the financial crisis. **Journal of Corporate Finance**, v. 14, p. 118- 132, 2008.

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

