

Estrutura de Capital e Governança Corporativa: um estudo com empresas brasileiras pertencentes ao Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada – Novo Mercado (IGC-NM)

ITZHAK DAVID SIMÃO KAVESKI

(Universidade Federal de Mato Grosso do Sul/Campus do Pantanal – UFMS/CPAN) itzhak.kaveski@ufms.br

PAULO RICARDO SILVA AMORIN DIAS

(Universidade Federal de Mato Grosso do Sul/Campus do Pantanal – UFMS/CPAN) paullynko10@yahoo.com.br

EUMIR DE MORAES RONDON

(Universidade Federal de Mato Grosso do Sul/Campus do Pantanal – UFMS/CPAN) eumir_rondon@hotmail.com

LARISSA DEGENHART

(Faculdades de Itapiranga – FAI) lari_ipo@hotmail.com

MARTA SOUZA FERNANDES

(Universidade Federal de Mato Grosso do Sul/Campus do Pantanal – UFMS/CPAN) marta.fernandes@ufms.br

Resumo: Este estudo objetivou investigar se os mecanismos de Governança Corporativa afetam a estrutura de capital das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa pertencentes ao Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada – Novo Mercado (IGC-NM). Para tanto, realizou-se uma pesquisa descritiva, com abordagem quantitativa, por meio de análise documental. A população do estudo compreendeu 123 empresas pertencentes ao Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada – Novo Mercado (IGC-NM) e a amostra foi composta de 55 organizações que apresentaram todas as variáveis necessárias para análise dos dados em um período anual de 2010 a 2013, compreendendo um total de 220 observações. Para a análise dos dados utilizou-se a análise descritiva e a regressão de Dados em Painel. Os resultados do estudo indicam que apenas uma variável de Governança Corporativa afetou a estrutura de capital das empresas pertencentes à amostra. A participação acionária dos diretores apresentou uma relação negativa e significativa com o endividamento total e de longo prazo contábil. Além disso, foram utilizadas variáveis de controle, destas variáveis o tamanho, crescimento e a liquidez também impactaram na estrutura de capital. Conclui-se a partir dos resultados empíricos, que dentre os mecanismos de Governança Corporativa utilizados neste estudo, apenas a participação acionária dos diretores explica o comportamento do financiamento de empresas do Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada – Novo Mercado (IGC-NM).

Palavras-chave: Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada – Novo Mercado (IGC-NM). Governança Corporativa. Estrutura de Capital.

Capital Structure and Corporate Governance: a study with brazilian companies belonging to the Novo Mercado Corporate Governance Equity Index (IGC-NM)

Abstract: This study aimed to investigate the mechanisms of Corporate Governance affect the capital structure of Brazilian companies listed on the BM&FBovespa belonging to the Novo Mercado Corporate Governance Equity Index (IGC-NM). Therefore, we carried out a descriptive study with a quantitative approach, through document analysis. The study population comprised 123 companies belonging to the Novo Mercado Corporate Governance Equity Index (IGC-NM) and the sample was composed of 55 organizations that presented all the variables needed to analyze the data in an annual period 2010-2013, comprising 220 observations. For data analysis, we used the descriptive analysis and data regression Dashboard. The study results indicate that only one variable Corporate Governance affected the capital structure of the sample owned companies. The shareholding of the directors showed a negative and significant relationship with total indebtedness and long-term accounting. In addition, control variables were used, these variables size, growth and liquidity also affected in the capital structure. It is concluded from the empirical results, which among the mechanisms of Corporate Governance used in this study, only the shareholding of the directors explains the behavior of the finance companies of the Novo Mercado Corporate Governance Equity Index (IGC-NM).

Keywords: Novo Mercado Corporate Governance Equity Index (IGC-NM). Corporate Governance. Capital Structure.

INTRODUÇÃO

Na economia capitalista, o financiamento com vistas à viabilização de empreendimento é considerado crucial para o crescimento das empresas e desenvolvimento econômico dos países em que estão inseridas (SILVEIRA; BARROS, 2008). Deste modo, a abertura de novos financiamentos, traz à tona questões relacionadas com a estrutura de capital, principalmente no que diz respeito a melhor decisão de financiamento e atuação da gestão da empresa perante os investidores. Assim, com o intuito de minimizar os conflitos de interesses, algumas empresas optam pela adoção de práticas de Governança Corporativa, estas que visam harmonizar a relação entre os gestores e investidores (VIEIRA et al., 2011).

Nesse sentido, diferentes teorias foram desenvolvidas ao longo dos anos, que sugerem que as empresas selecionam a sua estrutura de capital a partir de atributos teóricos relevantes, dentre estes, destaca-se os atributos que refletem as principais práticas de Governança Corporativa (SILVEIRA; PEROBELLI; BARROS, 2008). Para tanto, a estrutura de capital, juntamente com a Governança Corporativa, insere-se no espaço empresarial e acadêmico como base para a formação de um conjunto de procedimentos, bem como, regulamentos que possibilitam aos acionistas acompanhar a gestão da empresa, caracterizando-se principalmente tais mecanismos de controle a partir da Governança Corporativa, visando otimizar o desempenho da empresa (VIEIRA et al., 2011).

Conforme o IBGC (2014), Governança Corporativa é um sistema por meio do qual as empresas são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo práticas e relacionamentos entre os proprietários, conselho de administração, diretoria e setores de controle. Deste modo, boas práticas de Governança Corporativa, passam a alinhar os interesses com o objetivo de aumentar o valor da empresa, assim como, facilitar o acesso ao capital. Vieira et al. (2011) argumentam que melhores práticas de governança contribuem para a otimização da estrutura de capital das empresas. De acordo com Lemes Júnior, Rigo e Cherobim (2002, p. 233), “a estrutura de capital é a combinação de todas as fontes de financiamento de longo prazo, dívida ou capital próprio, utilizada pela empresa”.

Diante do exposto, Ganiyu e Abiodun (2012) destacam que Governança Corporativa e estrutura de capital conseguem atrair o interesse do público em desenvolver estudos, por serem uma ferramenta para o desenvolvimento socioeconômico. Além disso, quando há uma boa relação entre a Governança Corporativa e estrutura de capital, ocorrem práticas adequadas e eficientes na administração das empresas. Sheikh e Wang (2012) ressaltam que as práticas de Governança Corporativa são essenciais para o desenvolvimento sustentável e crescimento da economia. Ainda, governança de alta qualidade possibilita aumentar o desempenho da empresa, por meio da criação e manuten-

ção de uma cultura corporativa que motiva a administração a tomar decisões que maximizem a riqueza dos acionistas.

Nesse sentido, diversos estudos foram desenvolvidos com o intuito de verificar os efeitos da Governança Corporativa na estrutura de capital das empresas, dentre estes têm-se o de Wiwattanakantang (1999), Gompers, Ishii e Metrick (2003), Silveira, Perobelli e Barros (2008), Vieira et al. (2011), Hussainey e Aljifri (2012), Sheikh e Wang (2012). Entretanto, os resultados encontrados sobre a relação entre Governança Corporativa e estrutura de capital parecem ser variados e inconclusivos (GANIYU; ABIODUN, 2012).

Frente ao exposto, destaca-se a seguinte questão que norteia esta pesquisa: Quais mecanismos de Governança Corporativa afetam a estrutura de capital das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa pertencentes ao Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada – Novo Mercado (IGC-NM)? Com o intuito de responder a questão apresentada, o objetivo deste estudo é investigar se os mecanismos de Governança Corporativa afetam a estrutura de capital das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa pertencentes ao Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada – Novo Mercado (IGC-NM).

A escolha do Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada – Novo Mercado (IGC-NM) partiu da hipótese de que as práticas de governança estão ligadas a estrutura de capital. Assim, os níveis de governança da Bolsa de Valores de São Paulo são considerados uma alternativa, visto que são segmentos de listagem especial, desenvolvidos com o intuito de proporcionar um ambiente de negociação que estimule os interesses dos investidores e, acima de tudo, valorização das empresas (BM&FBovespa, 2015).

Esta pesquisa justifica-se pela relevância do tema Governança Corporativa e estrutura de capital, pois conforme Khanchel (2007), Governança Corporativa eficaz garante a utilização ótima dos recursos tanto internos quanto externos da entidade, isto é, auxilia na administração da estrutura de capital. A relevância do estudo constata-se a partir dos argumentos de Abor (2007), visto que a Governança Corporativa se refere a como as empresas devem ser dirigidas e controladas, acarretando em confiança para os investidores quando práticas de governança são adotadas nas entidades.

Diante do contexto supracitado, Silveira e Barros (2008) salientam que é provável, entretanto, que empresas que se encontram em um mesmo país, apresentem níveis diferentes de Governança Corporativa, em razão de suas características, o que de certa forma reflete na estrutura de capital. Deste modo, uma boa Governança Corporativa auxilia nas decisões voltadas a estrutura de capital, visto que são cruciais para qualquer organização empresarial.

REVISÃO DA LITERATURA

Devido à sua amplitude, a Governança Corporativa pode ser aplicada nas mais diversas áreas. No caso espe-

cífico desta pesquisa, a estrutura de capital representa a oportunidade de se estudar o tema da Governança Corporativa focado na contabilidade. Myers (2002) destaca que as principais teorias relacionadas à estrutura de capital, buscam explicar as proporções de dívida e capital próprio que a entidade possui e que não existe uma teoria universal sobre o tema. A teoria da estrutura de capital surgiu a partir do trabalho desenvolvido por Modigliani e Miller (1958), em que apresentam que em certas condições a forma de financiamento das empresas se torna irrelevante. A partir destes autores diversas pesquisas foram realizadas sobre a estrutura de capital (BASTOS; NAKAMURA, 2009).

A estrutura de capital, conforme Ross, Westerfield e Jaffe (2007), é representada pelas proporções do financiamento da empresa, a partir do capital de terceiros e próprio e definida como o conjunto dos títulos utilizados para financiar as atividades empresariais. Deste modo, as decisões de estrutura de capital representam um desafio para a os pesquisadores das áreas de contabilidade e finanças (HUSSAINEY; ALJIFRI, 2012).

De acordo com Demirgüç-Kunt e Maksimovic (1999), a teoria financeira sugere que um fator importante para a determinação da escolha da estrutura de capital para as empresas, é a existência de custos de agência, visto que estes custos podem ser controlados a partir de contratos financeiros e dependem das características da empresa e do ambiente institucional e até mesmo dos mecanismos de Governança Corporativa de que a entidade segue no curso de suas atividades. Entretanto, cada país apresenta diferentes sistemas institucionais, bem como, características, que fazem com a estrutura de capital seja constituída de forma diferenciada a partir das desigualdades entre os países.

Dentre as teorias que buscam explicar a estrutura de capital das empresas, destaca-se a Teoria do Trade-Off e Teoria do Pecking Order. De acordo com Bastos e Nakamura (2009) a Teoria do Trade Off aborda haver uma estrutura ótima de capital, isto é, combinação do capital próprio e o de terceiros, capaz de maximizar o valor da empresa. Nesta teoria, as empresas visam um ponto de endividamento considerando o benefício fiscal e os custos de dificuldades financeiras. Já a teoria do Pecking Order conforme Myers e Majluf (1984) postula que não há uma estrutura de capital bem definida, ou seja, não existe um nível ótimo de financiamento. Além disso, nesta teoria as empresas tendem a seguir uma hierarquia de preferências em relação aos financiamentos. Assim, a partir desta teoria, empresas com alta lucratividade contraem menos dívidas (BASTOS; NAKAMURA, 2009).

A Governança Corporativa sob o aspecto econômico-financeiro foi proposta por Shleifer e Vishny (1997), quando abordaram relações de agência, pois os investidores se sentem protegidos, a partir do momento que aplicam recursos em empresas que adotam práticas de governança. Conforme Fama e Jensen (1983) a Governança Corporativa é denominada como um sistema por meio do qual as empresas são dirigidas e controladas, tendo como ponto essencial

o conselho de administração, este que atua no processo de tomada de decisões e monitoramento da entidade. Abor (2007) destaca que os sistemas de Governança Corporativa são mecanismos que estabelecem a natureza de propriedade e controle das empresas em uma economia. De acordo com Silveira e Barros (2008), estes mecanismos aumentam a probabilidade de os fornecedores de recursos garantirem para si o retorno sobre seu investimento.

Silveira, Perobelli e Barros (2008), destacam que a escolha ideal da estrutura de capital pode funcionar como um relevante mecanismo de Governança Corporativa. Assim, a governança pode influenciar as decisões de financiamento, na medida em que as empresas com melhores práticas de Governança Corporativa desfrutem de condições mais vantajosas para a captação de recursos externos. Sob este ponto de vista, Khanchel (2007), ressalta que as oportunidades de investimento podem aumentar após o reforço da qualidade da governação. Como consequência, as empresas com oportunidades de investimento mais rentáveis apresentarão melhor Governança Corporativa.

A relevância do tema Governança Corporativa e estrutura de capital é vista nos argumentos de Sloan (2001), pois aborda que embora a ciência contábil seja fundamental nos estudos desenvolvidos sobre a Governança Corporativa, as pesquisas na área deveriam ser mais exploradas, visto que alguns estudos referem-se a economia e finanças, isto é, incorporar a análise da influência dos mecanismos de Governança Corporativa sobre a estrutura de capital confere a continuidade de um tema pouco explorado na área de finanças corporativas.

Nesse sentido, Weisbach (1988) destaca que os conselhos de administração desempenham importante papel frente à Governança Corporativa, especialmente no que tange o monitoramento da gestão que se encontra no topo da empresa, visando melhorar a estrutura de capital destas. Berger, Ofek e Yermack (1997) apontam que diversas variáveis relacionadas à estrutura de capital são utilizadas no desenvolvimento de estudos, relacionados com a Governança Corporativa.

Deste modo, partindo do pressuposto de que as práticas de Governança Corporativa afetam o desempenho das empresas, assim como, de sua estrutura de capital, os níveis de Governança Corporativa surgem como alternativas, no sentido de garantir os direitos dos acionistas minoritários (VIEIRA et al., 2011). Para tanto, esta argumentação sugere que pode haver relação entre a Governança Corporativa e a estrutura de capital das empresas (SILVEIRA; PEROBELLI; BARROS, 2008).

Diante disso, diversos estudos foram desenvolvidos a partir do enfoque da estrutura de capital e Governança Corporativa, oferecendo amplos panoramas desta área de finanças corporativas e suas mais diversas subdivisões. Em relação ao tema, Wiwattanakantang (1999), encontrou resultados de que os diversos fatores que estão relacionados com a Governança Corporativa influenciam sobre as

escolhas das dívidas, pois as empresas que apresentam diferentes tipos de acionistas controladores constituem uma estrutura de capital diferenciada. Gompers, Ishii e Metrick (2003) identificaram que a governança se relaciona de forma significativa com o valor das empresas, isto é, estrutura de capital. Nessa mesma linha, os resultados, obtidos por Silveira, Perobelli e Barros (2008) sugerem que o grau de alavancagem financeira das empresas é significativamente influenciado por suas práticas de Governança Corporativa.

O estudo desenvolvido por Vieira et al. (2011) constatou que as melhorias de estrutura de capital e desempenho das empresas são pouco influenciadas pela adoção de práticas voltadas a governança. Hussainey e Aljifri (2012), também evidenciaram que a Governança Corporativa apresenta impactos negativos quanto à proporção da dívida. Outro estudo realizado com o mesmo viés, porém com resultados positivos, é o de Sheikh e Wang (2012), visto que os resultados sugerem que o tamanho do conselho, diretores externos e concentração da propriedade estão positivamente relacionados com a dívida total e de longo prazo. Já a remuneração do diretor encontra-se negativamente relacionada. Assim, os resultados apontaram que os atributos de Governança Corporativa, em parte, podem explicar o comportamento do financiamento das empresas.

Diante do exposto, Leal e Saito (2003) ressaltam que ainda há muito que se pesquisar no Brasil sobre a estrutura de capital das empresas e sua Governança Corporativa, visto que ainda não são claros os fatores que influenciam as decisões de estrutura de capital. Além disso, não se sabe ao certo se as adoções de melhores práticas de Governança Corporativa, bem como, transparência, aumentam o valor da empresa, isto é, sua estrutura de capital, reduzindo dessa forma os conflitos de interesse existentes entre os gestores e investidores e superando os custos decorrentes destas práticas.

METODOLOGIA

Este estudo caracteriza-se inicialmente quanto ao objetivo como uma pesquisa descritiva, que conforme Oliveira (2002, p. 114) “[...] permite ao pesquisador a obtenção de uma melhor compreensão do comportamento de diversos fatores e elementos que influenciam determinado fenômeno”. Neste sentido, este estudo busca investigar se os mecanismos de Governança Corporativa afetam a estrutura de capital das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa pertencentes ao Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada – Novo Mercado (IGC-NM).

Em relação aos procedimentos adotados neste estudo, caracteriza-se como uma pesquisa documental, que de acordo com Gil (2008, p. 51), “[...] vale-se de materiais que não receberam ainda um tratamento analítico, ou que ainda podem ser reelaborados de acordo com os objetivos da pesquisa”. Dessa forma, os dados utilizados para análise foram retirados das demonstrações financeiras relativas ao ano de 2010 a 2013, extraídos do banco de dados da Thomson One Banker e dos formulários de referência das empresas disponível no sítio da BM&FBovespa. Optou-se pelo período inicial de 2010, uma vez que foi o ano que se iniciou a publicação obrigatória dos formulários de referência.

A população do estudo é composta pelas organizações pertencentes ao Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada – Novo Mercado (IGC-NM), perfazendo um total de 123 companhias. Em decorrência dos períodos analisados, a amostra da pesquisa compreendeu 55 empresas, que foram as que apresentaram todas variáveis necessárias para análise, compreendendo um total de 220 observações. As variáveis utilizadas para a análise da pesquisa foram às mesmas utilizadas pelos estudos anteriores, conforme apresentado no Quadro 1.

Dados	Variável	Proxy
Dependentes	Endividamento Total Contábil (ETC)	$\frac{\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo não Circulante}}{\text{Ativo Circulante} + \text{Ativo não Circulante}}$
	Endividamento de Curto Prazo Contábil (ECPC)	$\frac{\text{Passivo Circulante}}{\text{Ativo Circulante} + \text{Ativo não Circulante}}$
	Endividamento de Longo Prazo Contábil (ELPC)	$\frac{\text{Passivo não Circulante}}{\text{Ativo Circulante} + \text{Ativo não Circulante}}$
Explicativas	Conselho de Administração	Log do número total de membros do conselho de administração.
	Membros Independentes	$\frac{\text{Número total de membros independentes}}{\text{Número total de membros do conselho de administração}}$
	Participação Acionária	Participação acionária dos cinco maiores acionistas da empresa.
	Participação Acionária dos Diretores	Participação acionária dos diretores e CEOs da empresa.
	Remuneração dos Diretores	Log da remuneração total dos diretores.
	Dualidade do Diretor	Variável <i>dummy</i> , 1 se o CEO é o presidente do conselho de administração, 0 caso contrário.
Controle	Tamanho	Log do ativo total da empresa.
	Rentabilidade	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Circulante} + \text{Ativo não Circulante}}$
	Crescimento	$\frac{\text{Preço de Mercado} - \text{Fim do ano}}{\text{Valor Contábil por Ação}}$
	Liquidez Corrente	$\frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$

FONTE: DADOS DA PESQUISA.
QUADRO 1 – VARIÁVEIS UTILIZADAS NO ESTUDO

No que tange à abordagem dada ao problema de pesquisa, esta pesquisa se classifica como quantitativa. Richardson (1999, p. 70) descreve que a pesquisa quantitativa “[...] caracteriza-se pelo emprego de quantificação tanto nas modalidades de coleta de informações, quanto no tratamento delas por meio de técnicas estatísticas”. Para a análise dos dados foram realizadas as análises descritivas e regressão de Dados em Painel por meio do software estatístico STATA. Segundo Fávero et al. (2009, p. 388), “os modelos de dados em painel são utilizados para os casos em que diversas observações são monitoradas não em apenas um único instante de tempo, como dia, mês ou ano (cross-section), mas ao longo de vários períodos de tempo”.

ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nesta seção apresenta-se a descrição e análise dos resultados da pesquisa. Inicia-se pela análise descritiva. Em seguida a regressão em Dados em Painel para cada nível de endividamento. A Tabela 1 apresenta a análise descritiva das variáveis dependentes utilizadas no estudo.

Questão	Ano	Máximo	Mínimo	Média	Desvio-padrão
Endividamento de Curto Prazo Contábil	2010	0,714	0,097	0,279	0,130
	2011	0,735	0,087	0,267	0,132
	2012	0,830	0,092	0,276	0,145
	2013	0,781	0,084	0,261	0,135
Endividamento de Longo Prazo Contábil	2010	0,499	0,005	0,256	0,134
	2011	0,591	0,000	0,276	0,146
	2012	0,552	0,004	0,282	0,159
	2013	0,614	0,057	0,301	0,164
Endividamento Total Contábil	2010	0,987	0,157	0,535	0,169
	2011	0,870	0,113	0,543	0,162
	2012	0,887	0,139	0,558	0,179
	2013	0,851	0,121	0,562	0,174

FONTE: DADOS DA PESQUISA.

TABELA 1 – ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS DE DEPENDENTES

De acordo com a Tabela 1, as empresas do Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada – Novo Mercado (IGC-NM), demonstram similaridade nos três ní-

veis de endividamento contábil, pois o desvio-padrão foi menor que a média em todos os anos analisados. Além disso, verifica-se que em média as empresas apresentaram baixos índices de alavancagem de curto e de longo prazo. A Tabela 2 apresenta a análise descritiva das variáveis explicativas utilizadas no estudo.

Questão	Ano	Máximo	Mínimo	Média	Desvio-padrão
Conselho de Administração	2010	1,079	0,477	0,831	0,119
	2011	1,079	0,602	0,827	0,118
	2012	1,079	0,477	0,844	0,120
	2013	1,041	0,477	0,838	0,126
Membros Independentes	2010	0,889	0,000	0,305	0,224
	2011	0,889	0,000	0,375	0,180
	2012	0,889	0,125	0,403	0,170
	2013	0,714	0,143	0,378	0,141
Participação Acionária	2010	93,090	11,100	54,715	17,602
	2011	92,940	11,100	54,167	19,474
	2012	78,710	11,100	53,353	17,208
	2013	100,000	15,060	54,921	19,300
Participação Acionária dos Diretores	2010	37,380	0,000	3,593	7,885
	2011	30,730	0,000	3,854	7,217
	2012	32,130	0,000	4,373	8,240
	2013	34,450	0,000	4,358	7,776
Remuneração dos Diretores	2010	7,443	3,491	6,634	0,587
	2011	7,483	3,491	6,667	0,651
	2012	10,038	5,158	6,878	0,558
	2013	7,800	5,158	6,903	0,399
Dualidade do Diretor	2010	1	0	0,200	0,404
	2011	1	0	0,200	0,404
	2012	1	0	0,200	0,404
	2013	1	0	0,182	0,389

FONTE: DADOS DA PESQUISA.

TABELA 2 – ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS EXPLICATIVAS

Conforme a Tabela 2, para os atributos de Governança Corporativa, verifica-se uma similaridade entre as organizações pertencentes ao Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada – Novo Mercado (IGC-NM), a saber: conselho de administração; membros independentes; participação acionária; e remuneração dos diretores. Em contraponto, averigua-se uma dissimilaridade quanto à participação acionária dos diretores e dualidade do diretor das empresas pertencentes ao Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada – Novo Mercado (IGC-NM). No

ano de 2010 e 2011, observa-se que, em algumas empresas, o conselho de administração não possuía membros independentes. Além disso, em todos os anos, em algumas empresas os diretores não possuíam participação acionária na empresa.

Questão	Ano	Máximo	Mínimo	Média	Desvio-padrão
Tamanho	2010	4,649	2,304	3,372	0,524
	2011	4,676	2,261	3,455	0,510
	2012	4,697	2,195	3,507	0,513
	2013	4,837	2,131	3,536	0,517
Rentabilidade	2010	28,530	-28,080	10,247	8,072
	2011	30,670	-8,570	8,201	7,156
	2012	26,722	-6,240	6,970	6,518
	2013	26,110	-3,140	7,253	5,525
Liquidez Corrente	2010	5,740	0,130	1,499	0,970
	2011	6,980	0,080	1,503	0,990
	2012	4,260	0,110	1,395	0,729
	2013	5,000	0,210	1,512	0,875
Crescimento	2010	16,570	0,780	3,071	2,787
	2011	12,420	0,570	2,422	2,233
	2012	19,270	0,520	3,057	3,145
	2013	15,500	0,360	2,504	2,402

FONTE: DADOS DA PESQUISA.

TABELA 3 – ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS DE CONTROLE

A Tabela 3 permite inferir que o grupo de empresas pertencentes ao Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada – Novo Mercado (IGC-NM) é composto por um grupo homogêneo de organizações quanto ao desempenho empresarial, visto que todas as variáveis apresentaram um desvio-padrão ou menor ou próximo da média. Ressalta-se que, em todos os anos, ocorreu de alguma empresa ter prejuízo, uma vez que a rentabilidade foi negativa.

Através dos testes estatísticos de Chow, LM de Breusch-Pagan e Hausman para atender aos pressupostos da regressão de Dados em Painel, foi possível definir os métodos para cada variável de estrutura de capital. Para o Endividamento Total Contábil (ETC) e o Endividamento de Longo Prazo Contábil (ELPC) o modelo que melhor se aplica é o de efeitos fixos. Quanto ao Endividamento de Curto Prazo Contábil (ELPC), o modelo de efeitos aleatórios deve ser aplicado. Na Tabela 3 apresentam-se os resultados da regressão em Dados em Painel.

Questão	Ano	Máximo	Mínimo	Média	Desvio-padrão
Tamanho	2010	4,649	2,304	3,372	0,524
	2011	4,676	2,261	3,455	0,510
	2012	4,697	2,195	3,507	0,513
	2013	4,837	2,131	3,536	0,517
Rentabilidade	2010	28,530	-28,080	10,247	8,072
	2011	30,670	-8,570	8,201	7,156
	2012	26,722	-6,240	6,970	6,518
	2013	26,110	-3,140	7,253	5,525
Liquidez Corrente	2010	5,740	0,130	1,499	0,970
	2011	6,980	0,080	1,503	0,990
	2012	4,260	0,110	1,395	0,729
	2013	5,000	0,210	1,512	0,875
Crescimento	2010	16,570	0,780	3,071	2,787
	2011	12,420	0,570	2,422	2,233
	2012	19,270	0,520	3,057	3,145
	2013	15,500	0,360	2,504	2,402

*SIGNIFICATIVO AO NÍVEL DE 5%.

FONTE: DADOS DA PESQUISA.

TABELA 4 – RESULTADOS DOS DADOS EM PAINEL

O poder explicativo individual de cada variável explicativa testada, apresentado pela Tabela 4, indica que “Conselho de administração”, “Membros Independentes”, “Participação Acionária”, “Remuneração dos Diretores” e “Dualidade do Diretor” não foram significantes. Assim, verifica-se que estas variáveis não afetam significativamente a estrutura de capital das empresas pertencentes ao Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada – Novo Mercado (IGC-NM).

Quanto à participação acionária dos diretores, foi a única variável de Governança Corporativa que se mostrou significativa para os índices de endividamento contábil. Este achado é consistente com a Teoria da Agência, ao qual sugere que o aumento da participação dos diretores, ocasiona o alinhamento de interesses dos administradores com os acionistas e reduz o papel da dívida externa como ferramenta para mitigar os conflitos de agência (SHEIKH; WANG, 2012). Além disso, este resultado confirma que a alta alavancagem é menos atraente para os diretores, pois impõe um risco mais elevado de investimento para os mesmos. A relação negativa entre a propriedade de gestão e estrutura de capital é consistente com os achados de Fosberg (2004) e Sheiki e Wang (2012).

Os resultados apresentados pelas variáveis de controle estão alinhados as teorias reconhecidas da estrutura de capital. A relação positiva e significativa do tamanho da empresa com o endividamento total e de longo prazo contábil está apoiada na Teoria do Trade Off, de que as maiores empresas do Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada – Novo Mercado (IGC-NM), possuem maior facilidade em obter recursos financeiros externos, visto que possuem um menor risco e probabilidade de falência (BASTOS; NAKAMURA, 2009).

A relação negativa e significativa do tamanho com o endividamento de curto prazo contábil está alienada com a Teoria do Pecking Order. Este resultado aponta que empresas do Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada – Novo Mercado (IGC-NM) são menos propensas a possuírem um endividamento total, pois conforme Rajan e Zingales (1995), quanto maior for à organização, mais complexa é a empresa e maiores serão os custos da assimetria informacional. Assim, grandes empresas apresentam problemas em conseguir levantar um financiamento externo, utilizando recursos internos como forma de financiamento.

Quanto ao crescimento da empresa, também conhecido como Market-to-book, tanto a teoria do Trade Off e Pecking Order afirmam ter uma relação negativa com a estrutura de capital (MYERS, 1984). Conforme os achados, o crescimento apresentou uma relação negativa com o endividamento total e de curto prazo contábil. Dessa forma, as empresas pertencentes ao

Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada – Novo Mercado (IGC-NM) com altas oportunidades de crescimento futuro buscam utilizar mais o financiamento interno, uma vez que a companhia altamente alavancada pode renunciar as oportunidades de investimento rentáveis, visto que através da realização de novos projetos o valor vai para os detentores de dívida existentes da empresa.

Já a liquidez corrente está apoiada na Teoria do Trade Off, visto que a relação foi positiva e significativa. Dessa forma, as companhias pertencentes ao Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada – Novo Mercado (IGC-NM) com elevada liquidez podem ter dívidas relativamente mais elevadas, devido à sua maior capacidade de atender as obrigações (HARRIS; RAVIV, 1990).

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo investigou se os mecanismos de Governança Corporativa afetam a estrutura de capital das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa pertencentes ao Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada – Novo Mercado (IGC-NM). De um total de 123 empresas pertencentes ao índice, 55 organizações foram analisadas em um período anual de 2010 a 2013, compreendendo um total de 220 observações.

Para a análise dos resultados, foram utilizados diferentes testes estatísticos, como segue: (i) estatística descritiva para descrição dos dados da pesquisa; (ii) os testes de Chow, LM de Breusch-Pagan e Hausman para definir se deve ser utilizado o método pooling, efeitos fixos ou aleatórios na regressão de Dados em Painel; (iii) regressão por meio de Dados em Painel de efeitos fixos (ETC e ELPC) e efeitos aleatórios (ECPC) para analisar quais os mecanismos de Governança Corporativa afetam a estrutura de capital.

De modo geral, os mecanismos de Governança Corporativa não apresentam influências significativas sobre os níveis de estrutura de capital das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa pertencentes ao Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada – Novo Mercado (IGC-NM). Por outro lado, a participação acionária dos diretores foi a única variável de governança que apresentou uma relação significativa com o endividamento total e de longo prazo contábil.

Os resultados apontam que a participação acionária dos diretores, implica em um menor endividamento total e de longo prazo contábil. A relação negativa infere que empresas as quais os diretores possuem uma alta participação acionária, buscam recursos internos como forma de financiamento de suas atividades. A alta alavancagem é menos atraente para os diretores, pois impõe um risco mais elevado de investimento para os mesmos.

Por fim, dentre as variáveis de controle, o tamanho, crescimento e liquidez corrente apresentaram uma relação

significativa com os níveis de estrutura de capital. O tamanho apresentou uma relação negativa com o endividamento de curto prazo contábil e positiva com o endividamento total e de longo prazo contábil. Já o crescimento, apresentou uma relação negativa com o endividamento total e de curto prazo contábil e positiva com o endividamento de longo prazo contábil. Quanto à liquidez corrente, a relação foi positiva para todos os níveis de endividamento, porém não foi significativa para o endividamento de longo prazo contábil.

Este estudo, apesar de suas contribuições no que tange a verificação se os mecanismos de Governança Corporativa afetam a estrutura de capital, possui limitações. Destaca-se como limitação a utilização apenas de um setor da BM&FBovespa, que impossibilita a generalização dos resultados para todas as empresas listadas na BM&FBovespa. Outra limitação encontra-se nos mecanismos de Governança Corporativa utilizados, visto que pode haver outras variáveis que não foram abordadas neste estudo. Recomenda-se, para trabalhos futuros, que seja ampliada ou alterada a amostra da pesquisa visto que uma nova amostra permitirá a utilização deste estudo para fins de comparabilidade dos resultados.

REFERÊNCIAS

- ABOR, J. Corporate Governance and financing decisions of Ghanaian listed firms. **Corporate Governance**, v. 7, n. 1, p. 83-92, 2007.
- BASTOS, D. D.; NAKAMURA, W. T. Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período 2001-2006. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 50, p. 75-94, 2009.
- BERGER, P. G.; OFEK, E.; YERMACK, D. L. Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 4, p. 1411-1438, 1997.
- BOVESPA. Bolsa de Valores de São Paulo. **Folheto Informativo: Novo Mercado e Níveis Diferenciados de Governança**. 2015. Disponível em: <<http://www.bovespa.org.br>>. Acesso em: 17 mai. 2015.
- DEMIRGUÇ-KUNT, A.; MAKSIMOVIC, V. Institutions, financial markets, and firm debt maturity. **Journal of Financial Economics**, v. 54, n. 3, p. 295-336, 1999.
- FAMA, E. F.; JANSEN, M. C. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 301-325, 1983.
- FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P.; SILVA, F. L.; CHAN, B. L. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.
- FOSBERG, R. H. Agency problems and debt financing: leadership structure effects. Corporate Governance: **The International Journal of Business in Society**, v. 4, n. 1, p. 31-38, 2004.
- GANIYU, Y. O.; ABIODUN, B. Y. The impact of Corporate Governance on capital structure decision of nigerian firms. **Research Journal in Organizational Psychology & Educational Studies**, v. 1, n. 2, p. 121-128, 2012.
- GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008.
- GOMPERS, P.; ISHII, J.; METRICK, A. Corporate Governance and Equity Prices. **Quarterly Journal of Economics**, v.118, n.1,

p. 107-155, 2003.

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

HUSSAINEY, K.; ALJIFRI, K. Corporate Governance mechanisms and capital structure in UAE. **Journal of Applied Accounting Research**, v. 13, n. 2, p. 145-160, 2012.

IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Governança Corporativa**. 2014. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 17 mai. 2015.

KHANCHEL, I. Corporate Governance: measurement and determinant analysis. **Managerial Auditing Journal**, v. 22, n. 8, p. 740-760, 2007.

LEAL, R. P. C.; SAITO, R. Finanças Corporativas no Brasil. **Revista de Administração de Empresas**, v. 2, n. 2, p. 1-15, 2003.

LEMES JR. A.B.; RIGO, C.M.; CHEROBIM, A.P.M.Z. **Administração Financeira: princípios, fundamentos e práticas brasileiras**. Rio de Janeiro: Campus, 2002.

MARCONI, M. de A; LAKATOS, E.M. **Fundamentos de metodologia científica**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

MARTINS, G. de A.; THEÓPHILO, C.R. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

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

MYERS, S. Financing of Corporations. **Handbook of the economics of finance**, v.1, p. 215-253, 2002.

MYERS, S.C.; MAJLUF, N.S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, v.13, n. 2, p. 187-221, 1984.

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

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

SHEIKH, N.A.; WANG, Z. Effects of Corporate Governance on capital structure: empirical evidence from Pakistan. **Corporate Governance**, v. 12, n. 5, p. 629-641, 2012.

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

SILVEIRA, A.D.M. da; BARROS, L.A.B. de C. Determinantes da qualidade da Governança Corporativa das companhias abertas brasileiras. **Revista Eletrônica de Administração**, v. 14, n. 3, p. 1-29, 2008.

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

SLOAN, R.G. Financial accounting and Corporate Governance: a discussion. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, n. 1, p. 335-347, 2001.

VIEIRA, K.M.; VELASQUEZ, M.D.P.; LOSEKANN, V.L.; CERETTA, P.S. A Influência da Governança Corporativa no Desempenho e na Estrutura de Capital das empresas listadas na Bovespa. **Revista Universo Contábil**, v. 7, n. 1, p. 49-67, 2011.

WEISBACH, M.S. Outside Directors and CEO Turnover. **Journal of Financial Economics**, v. 20, p. 431-460, 1988.

WIWATTANAKANTANG, Y. An empirical study on the determinants of the capital structure of Thai firms. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 7, n. 3, p. 371-403 1999.