

ANÁLISE DAS RELAÇÕES ENTRE NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, ACESSO AO BNDES E ESTRUTURA DE CAPITAL DE EMPRESAS BRASILEIRAS NÃO FINANCEIRAS

PATRICK LATINI D'ALMEIDA

CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO (FECAP)

FLAVIA KAO

FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO - FEA

JOHNNY SILVA MENDES

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE (MACKENZIE)

ANÁLISE DAS RELAÇÕES ENTRE NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, ACESSO AO BNDES E ESTRUTURA DE CAPITAL DE EMPRESAS BRASILEIRAS NÃO FINANCEIRAS

Este artigo buscou investigar a relação entre níveis de governança corporativa, acesso ao BNDES e a estrutura de capital de empresas brasileiras não financeiras listadas na B3. Para tanto, foi analisada uma amostra composta por 86 empresas brasileiras não financeiras presentes nos segmentos de listagem da B3, entre 2007 a 2016, pelo método dos mínimos quadrados ordinários com tratamento de dados em painel. Como principais resultados, foi verificado que a variável BNDES apresenta relação negativa e significativa com o endividamento de longo prazo, enquanto, em relação aos segmentos de listagem da B3, a variável Nível 1 apresentou relação negativa e significativa para o endividamento de curto prazo, e Nível 2 apresentou relação positiva e significativa para o endividamento de longo prazo. Esses resultados reiteram as pesquisas de Nakamura et al. (2007) e Costa Filho et al. (2016). Os dados evidenciaram que tanto o nível de governança adotado pela empresa como o tipo de fonte de financiamento possuem relação com sua estrutura de capital. Considerando que existem diversas fontes de financiamento no país, o fato das empresas acessarem o capital do BNDES podem diminuir a dependência de outras fontes de financiamento. Nesse sentido, esta pesquisa contribui ao evidenciar que a estrutura de capital está associada ao tipo de fonte de financiamento ao qual a empresa tem acesso.

Palavras-chave: Governança Corporativa. BNDES. Estrutura de Capital.

1 INTRODUÇÃO

Em finanças corporativas, o debate em relação à estrutura de capital é ininterrupto e controverso desde a relevante contribuição de Modigliani e Miller (1958). Iniciado nos anos de 1950, diversos estudos surgiram buscando aproximar esse modelo à realidade vivenciada nas companhias, predominando duas teorias relativas à estrutura de capital: a Teoria de *Trade-off* (TOT) e a Teoria de *Pecking Order* (POT). Submetidas a diversas análises, segundo Correa, Basso e Nakamura (2007), a heterogeneidade dentre os resultados alcançados nas pesquisas contemporâneas corrobora que o tema não está resolvido.

De um lado, a TOT considera que, dentre as vantagens e desvantagens do uso do capital próprio e de terceiros, há um ponto ótimo onde o nível de financiamento minimizaria o custo de capital, maximizando assim o valor da empresa. Por outro, a POT, de acordo com Myers (1984), considera a assimetria de informação como elemento fundamental para a composição da estrutura de financiamento de longo prazo, sugerindo que as decisões de financiamento atendem a uma hierarquia de preferência por novas fontes de endividamento.

Contextualizando ambas as teorias ao ambiente contratual brasileiro, marcadamente caracterizado por restrições ao crédito, mercado de capitais em desenvolvimento e alta concentração de empresas de controle familiar ou estatal, surgem distorções e particularidades, em comparação às evidências obtidas em mercados desenvolvidos. Diante disso, Carvalho e Barcelos (2002) observam que os trabalhos acadêmicos brasileiros buscam analisar os efeitos de tais especificidades nacionais.

À luz do mercado brasileiro, as evidências são inconclusivas, uma vez que ora os resultados sugerem a aderência à TOT (GRACIA; MIRA, 2008), ora se mostram aderentes à POT (BRITO; LIMA, 2005; NAKAMURA et al, 2007), ocorrendo, também, a não confirmação

total de nenhuma das teorias (FAMÁ; DA SILVA, 2005). Pode-se observar, entretanto, que os resultados se diferenciam em função das características observadas nas empresas, isto é, fatores como tamanho, tangibilidade, rentabilidade e crescimento costumam explicar a estrutura de capital das empresas (RAJAN; ZINGALES, 1995; BRITO; LIMA, 2005; IQUIPAZA et al., 2008; PEROBELLI; FAMÁ, 2002; CUNHA; POLITELO, 2013; COSTA FILHO et al., 2016).

Com o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, o Brasil passou por transformações relacionadas ao incremento da competitividade interna e externa. Com isso, fatores como assimetria de informações e a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa (GC) passaram a ser testadas, evidenciando a utilização de práticas de GC como um meio para reduzir a assimetria informacional (SILVEIRA; PEROBELLI; BARROS, 2008; ALBANEZ, 2009; CANDIDO, 2010; COSTA FILHO et al., 2016). Como consequência desta adoção, as empresas se tornariam mais atrativas aos investidores, obtendo maior acesso a fontes diferenciadas de financiamento (CARVALHO, 2002; ANDRADE; ROSSETTI, 2004; LOPES; MARTINS, 2007).

Adicionalmente, evidências recentes sinalizaram a possível influência do acesso a financiamentos de projetos a um menor custo, via Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), por exemplo, suscitando novas frentes de pesquisas na busca pela compreensão de potenciais fatores explicativos à aderência da TOT ou a POT no Brasil (TANI; ALBANEZ, 2016; COSTA FILHO et al., 2016). Diante deste contexto, o presente estudo propõe-se a investigar a seguinte questão: **Qual a relação entre níveis de governança corporativa, acesso ao BNDES e a estrutura de capital de empresas brasileiras não financeiras listadas na B3?**

Buscando compreender essa relação, esta pesquisa objetiva identificar a relação existente entre o nível de GC adotado pelas empresas brasileiras e sua estrutura de capital, bem como compreender de que forma se daria essa relação quando considerado o acesso das empresas brasileiras aos recursos do BNDES. Esta pesquisa contribuirá tanto do ponto de vista teórico como prático das finanças corporativas, ao ampliar o conhecimento sobre os fatores que influenciam a estrutura de capital de empresas brasileiras, sendo este um assunto ainda controverso na teoria e no ambiente corporativo.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 A Estrutura de Capital e suas Principais Teorias

O debate em relação à estrutura de capital remonta aos anos de 1950, período em que se destacaram as seminais contribuições de Durand (1952, 1959) e Modigliani e Miller (1958). A teoria tradicional, defendida por Durand (1952), preconizava que o valor da empresa era influenciado pela estrutura de capital, sugerindo a existência de um ponto ótimo de endividamento no qual o valor da empresa seria maximizado. Em contraposição, Modigliani e Miller (1958) concluíram que, em um mercado perfeito, o valor de uma empresa alavancada financeiramente seria exatamente igual ao valor de uma empresa não alavancada financeiramente, demonstrando, portanto, a irrelevância do nível de endividamento para explicar o valor da empresa.

Refutando as proposições de Modigliani e Miller (1958), Durand (1959) teceu fortes críticas em relação às inconsistências dos resultados, especialmente, pelo uso de premissas restritivas, tais como desconsiderar a tributação, os custos de transação e o risco de inadimplência. Em réplica, Modigliani e Miller (1963) concordaram que os benefícios fiscais relacionados ao uso da alavancagem poderiam influenciar a estrutura de capital (KAYO, KIMURA, 2011). Entretanto, demonstraram que a estrutura ótima de capital seria uma estrutura

totalmente composta por endividamento, em um contexto livre de custos (MODIGLIANI; MILLER, 1963).

Para Brito e Lima (2005), a proposição da irrelevância da alavancagem (proposição I) fundamentou a teoria de estrutura de capital moderna por desenvolver um método replicável, possibilitando o constante avanço da pesquisa. Desde então, tal como mencionado por Mukherjee e Mahakud (2012), diversas teorias começaram a tratar a relevância da estrutura de capital para determinação do valor de uma empresa. Dentre todas, a Teoria de *Trade-off* (TOT) e a Teoria da *Pecking Order* (POT) são consideradas as mais dominantes (HARRIS; RAVIV, 1991).

A TOT pondera as vantagens e desvantagens do uso do capital próprio e de terceiros, apontando a existência de um ponto ótimo onde o nível de financiamento minimizaria o custo de capital, maximizando assim o valor dos projetos selecionados pela empresa. Tendo sua origem nos próprios trabalhos de Modigliani e Miller (1958 e 1963), que reconheceram a existência de *trade-offs*, a teoria evoluiu com os estudos realizados por Baxter (1967), Stanley e Girth (1971), Van Horne (1974), Gruber e Warner (1977), Myers (1977), Miller (1977) e DeAngelo e Masulis (1980).

Para Cotei e Farhat (2009), desde então, o modelo de *Trade-off* dominou a visão de grande parte dos acadêmicos em relação à estrutura de capital. Estas pesquisas preveem que os gestores buscariam manter um nível ótimo no qual o benefício marginal de endividamento é igual ao custo marginal, implicando que as companhias teriam um nível de alavancagem meta e, com o tempo, haveria a necessidade de retorná-lo ao centro da meta.

Já a POT surgiu em meados dos anos de 1980, inicialmente proposta por Myers e Majluf (1984) e Myers (1984). Diferentemente do que havia sido proposto por Modigliani e Miller (1958), é sabido que, em geral, gestores possuem maior acesso às informações que os investidores. Logo, além dos demais fatores, gestores de dada empresa também considerariam a possível interpretação do mercado em relação às suas decisões, frente às fontes de captação de recursos. Portanto, diferentemente da TOT, a POT não prevê que as organizações buscam um nível ótimo de endividamento, mas uma hierarquia de preferências de acordo com suas necessidades pontuais.

Cotei e Farhat (2009) destacam que, na POT, o endividamento cresce (diminui) quando o investimento é superior (inferior) ao total de lucros retidos na empresa e, portanto, em cada período, os administradores deveriam decidir quais mudanças precisariam ser realizadas, considerando o déficit (superávit) corrente de financiamento para investimentos e as condições de mercado.

2.2 Governança Corporativa e os Segmentos Especiais de Listagem

A GC tem se tornado cada vez mais relevante ao debate relacionado à estrutura de capital, especialmente, em função do risco moral e da assimetria de informações existentes na relação entre agente-principal (ARROW, 1985; BERLE E MEANS, 1932; KOTOWITZ, 1989). Desde Jensen e Meckling (1976), discute-se a importância de mecanismos de controle e monitoramento para mitigar os potenciais conflitos e custos de agência decorrentes do desalinhamento de interesses da organização e dos seus *stakeholders*.

No Brasil, em 1995, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) descreveu seus princípios básicos para as melhores práticas de GC, a saber: transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa (IBGC, [2017]). Para Silveira (2015), a institucionalização desses princípios e de um sistema de GC proporcionaria mais eficácia ao processo decisório das organizações, tendendo a gerar maior confiança aos seus *stakeholders*. Por conseguinte, a empresa desfrutaria de maior demanda por suas ações, reduzindo o custo de

capital próprio, e facilidade à emissão de novas dívidas a menores taxas, reduzindo o custo de capital de terceiros.

Buscando estimular o interesse dos investidores e a valorização das empresas brasileiras, a B3 criou os níveis diferenciados de GC: Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1, os quais consistem de contratos que impõem às empresas o cumprimento de regras adicionais às previstas na Lei das Sociedades por Ações (segmento Tradicional). Essencialmente, as diferenças verificadas entre os segmentos especiais de listagem tangenciam ao tamanho da empresa, às características das ações emitidas, estrutura e papel do Conselho de Administração e estrutura acionária (BM&FBOVESPA, [2017]).

2.3 Evidências Empíricas

Neste capítulo foram elencadas as principais evidências que suportam a relação existente entre estrutura de capital e GC.

Titman e Wessels (1988) estenderam a pesquisa empírica em relação à estrutura de capital de três modos distintos. Primeiro, os autores examinaram de forma mais abrangente o cabedal teórico pertinente à estrutura de capital. Segundo, por considerarem as diferentes implicações empíricas diante dos tipos de instrumentos de endividamento, a análise dos autores mensurou o endividamento em curto prazo, longo prazo e veículos de endividamento conversíveis ao invés de analisar o endividamento total, de modo a compreender melhor tais dimensões. Terceiro, o estudo usou a técnica de análise fatorial como forma de mitigar os problemas de mensuração encontrados quando se utilizam variáveis *proxies*.

Famá e Da Silva (2005) reuniram uma amostra composta de todas as empresas abertas não financeiras negociadas na B3 e na SOMA, Sociedade Operadora do Mercado de Ativos, no período entre 2000 e 2003. Utilizando-se de métodos econométricos compostos por regressões lineares múltiplas, os autores buscaram verificar a influência do desempenho acionário das empresas na estrutura de capital. Como ponto focal da pesquisa, os autores analisaram se estas deixariam o nível de endividamento flutuar de acordo com o desempenho, ou se perseguiriam esse nível meta de endividamento de acordo com o desempenho. Considerando este em valores de mercado, as empresas não parecem buscar a manutenção de uma estrutura-meta de capital estática nem seriam aderentes à POT, corroborando resultado encontrado por Eid Jr. (1996).

Brito e Lima (2005), utilizando uma amostra de 110 empresas brasileiras não financeiras de capital aberto entre 1995 a 2001, observaram que as empresas nacionais de controle privado são as mais endividadas, comparativamente às governamentais e estrangeiras. Quanto à tangibilidade dos ativos e o endividamento de longo prazo, foi notado o efeito positivo sobre o endividamento, resultado consoante à TOT. Já em relação ao crescimento e rentabilidade, foi notada correlação positiva e negativa, respectivamente, resultados admitidos na visão da POT.

Silveira, Perobelli e Barros (2008) investigaram a influência das práticas de GC das empresas brasileiras listadas na B3 sobre sua estrutura de capital, e se esta pode, por sua vez, influenciar a adoção de certas práticas de GC. Em seu modelo, os autores admitiram 154 empresas não-financeiras observadas entre 2001 e 2002, pertencentes a 17 diferentes setores de atividade, conforme critério de classificação do sistema Econômica. Seus resultados indicaram que o grau de alavancagem financeira é influenciado positivamente por suas práticas de governança. Ou seja, empresas com maior qualidade de GC, considerando demais fatores estáveis, possuem um maior endividamento relativo.

Albanez (2009) analisou a hipótese central da POT, verificando se a assimetria de informação influencia as decisões sobre financiamento das empresas. Para tanto, seu estudo utilizou uma amostra composta por empresas abertas brasileiras durante o período de 1997 a 2007. Utilizando dados em painel, a pesquisadora concluiu que a assimetria de informações é

negativamente relacionada ao endividamento, rejeitando, portanto, as premissas da POT, e diferindo dos resultados de Silveira, Perobelli e Barros (2008).

Candido (2010) analisou os efeitos da assimetria de informação sobre a estrutura de capital. Em uma amostra composta de 87 empresas brasileiras de capital aberto negociadas na B3, no período entre 2003 a 2008, as evidências indicaram que a GC, meio encontrado para mitigar as implicações da assimetria informacional, age como uma forma de acesso a fontes diferenciadas de financiamento, uma vez que tais empresas apresentaram menor endividamento. Tal resultado contrapõe-se àquele encontrado por Silveira, Perobelli e Barros (2008) e corrobora as evidências de Albanez (2009).

Tani e Albanez (2016), por sua vez, com base nas evidências levantadas por Silveira, Perobelli e Barros (2008) e Albanez (2009), utilizaram uma amostra de 276 empresas, segregadas por segmentos de listagem, referentes ao período de 2010 a 2014, desconsiderando empresas financeiras e seguradoras. Com modelos de regressão com Dados em Painel, as autoras examinaram se a POT se aplica às decisões de financiamento das companhias abertas brasileiras listadas nos diferentes segmentos de GC da B3, buscando verificar se, em níveis mais altos de GC, haveria uma menor aderência à POT. Seus resultados indicaram que esta teoria não explica as decisões de financiamento das empresas brasileiras. Além disso, as divergências entre os resultados de Tani e Albanez (2016) e Silveira, Perobelli e Barros (2008) indicam a necessidade de maior produção científica acerca do tema.

Costa Filho et al. (2016), valendo-se de uma amostra de 162 empresas de sete setores de listagem definidos pela própria B3, referentes ao período de 2005 a 2015, e de modelos econométricos compostos por regressões múltiplas, verificaram a correlação entre o endividamento e a qualidade da GC à luz da TOT e POT nos diferentes segmentos de listagem da B3. Conforme estes modelos, a qualidade da GC influencia negativamente o endividamento de longo prazo e o endividamento total. Os atores também observaram que, precisando de recursos, empresas com maior qualidade em GC podem acessar mais facilmente o mercado de capitais, obtendo crédito de forma menos onerosa, refutando assim os resultados de Albanez (2009), Candido (2010) e Tani e Albanez (2016).

Dadas as evidências apresentadas nesta seção, os artigos examinados apresentam certa evolução histórica que sugere uma concordância em relação ao acesso que empresas com melhor qualidade de GC possuem a fontes diferenciadas de financiamento, comparativamente às demais. Além disso, os artigos mais recentes indicaram que estas mesmas empresas possuem menor endividamento total. Assim, este estudo diferencia-se ao propor um modelo de teste da influência do BNDES, com intuito de analisar qual é o seu efeito sobre o nível de endividamento das empresas e se poderia explicar, de alguma forma, os resultados encontrados na literatura recente. Isto posto, surgem as seguintes hipóteses a serem testadas:

H₀ (GC): O nível de GC das empresas não financeiras listadas nos segmentos de governança corporativa da B3 não influencia a composição de capital das mesmas.

H₀ (BNDES): O acesso ao BNDES das empresas não financeiras listadas na B3 não influencia a composição de capital das mesmas.

3 METODOLOGIA

Para atender aos objetivos propostos nesta pesquisa, foi conduzida uma pesquisa empírica utilizando o método indutivo (MARCONI E LAKATOS, 2010). Assim, da pesquisa bibliográfica, foram levantados os dados para o estudo descritivo (BARROS E LEHFELD, 2007).

3.1 Amostra

Para realização da pesquisa, foram coletados dados utilizando o sistema Economática e, dados disponíveis no sítio oficial do BNDES. Em 31 de março de 2017, foi selecionada a população de 1.264 ações listadas na B3. Computada anualmente, a série temporal compreende o período de 2007 a 2016, coletada para 31 de dezembro de cada ano. Desta população inicial, foram eliminadas 687 ações descontinuadas. Em seguida, foram suprimidas 403 ações com liquidez inferior a 1% no período analisado, restando 174 ações. Posteriormente, para evitar distorções no modelo, foram ainda excluídas todas as ações com patrimônio líquido negativo no período analisado, restando assim 111 ações. Por fim, 25 empresas foram removidas por pertencerem ao setor financeiro, seguindo o precedente dos demais estudos relacionados ao tema, findando uma amostra de 86 ações.

3.2 Definição de Variáveis

O endividamento foi definido como a variável dependente da pesquisa. Em consonância com os estudos realizados anteriormente, foi empregado o endividamento relativo à maturidade da empresa, ou seja, foram utilizados três índices, sendo eles: endividamento de curto prazo, endividamento de longo prazo e endividamento total. Em distinção aos trabalhos anteriores, foi utilizado o logaritmo natural (Ln) do resultado da divisão, entre passivo total e o ativo total, para cada variável dependente. A motivação para essa alteração pode ser encontrada na seção 3.3. O Quadro 1 apresenta a operacionalização das variáveis dependentes, as quais estão alinhadas com o adotado por Brito e Lima (2005), Silveira, Perobelli e Barros (2008), Crisóstomo e Pinheiro (2015), e Costa Filho et al. (2016):

Quadro 1 – Variáveis dependentes (ENDIV)

Variável	Definição Operacional
Dependência Total (LN_ENDIV_CURTO)	<i>(Ln) do Passivo Total/Ativo Total</i>
Dependência de Longo Prazo (LN_ENDIV_LONGO)	<i>(Ln) do Passivo Não Circulante/Ativo Total</i>
Dependência de Curto Prazo (LN_ENDIV_TOTAL)	<i>(Ln) do Passivo Circulante/Ativo Total</i>

Relativamente às variáveis independentes, foram delimitadas a qualidade da GC e a participação de BNDES na estrutura de endividamento da empresa. A qualidade da GC foi mensurada por meio de três *dummies*, alusivas aos segmentos especiais de listagem da B3. Em sua elaboração, foram desconsiderados do modelo os segmentos Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2 por não apresentarem séries históricas compatíveis com o escopo desta pesquisa (dados anuais de 13 empresas, desde 2014).

A participação do BNDES no endividamento da empresa foi mensurada em consonância com a variável endividamento, i.e., no curto prazo, longo prazo e total. Para tanto, foram utilizados dados disponibilizados no website do BNDES, informações estas tornadas públicas em outubro de 2016. Com o auxílio da ferramenta Microsoft Excel 2016, os dados referentes às 86 ações da amostra foram cruzados com o banco de dados gerado pelo sistema Economática.

Com base no CNPJ, foi calculado o valor presente do endividamento (curto, longo e total) de cada ação da amostra de modo anualizado, compreendendo o período de 2007 a 2016. Em harmonia ao realizado nas variáveis dependentes, aferiram-se os logaritmos naturais (Ln)

dos valores presentes da dívida financiada pelo BNDES. O Quadro 2 sumariza as variáveis independentes selecionadas, com as respectivas definições operacionais:

Quadro 2 – Variáveis independentes e definições operacionais

Variável	Definição Operacional	Base de dados
Nível 1 – Dummy (NIVEL1)	“1”, quando a empresa pertence ao nível 1, e “0”, caso contrário.	Website da BM&FBovespa (B3)
Nível 2 – Dummy (NIVEL2)	“1”, quando a empresa pertence nível 2, e “0”, caso contrário.	
Novo Mercado - Dummy (NIVELNOVO)	“1”, quando a empresa pertence ao setor de Novo Mercado, e “0”, caso contrário.	
BNDES no curto prazo (LN_ENDIV_CURTO)	<i>(Ln) do Valor presente da fatia de curto prazo do financiamento junto ao BNDES.</i>	Website do Banco Nacional do Desenvolvimento (BNDES)
BNDES no longo prazo (LN_ENDIV_LONGO)	<i>(Ln) do Valor presente da fatia de longo prazo do financiamento junto ao BNDES.</i>	
BNDES total (LN_ENDIV_TOTAL)	<i>(Ln) do Valor presente total do financiamento junto ao BNDES.</i>	

3.3 Modelos Estatísticos e Tratamento dos Dados

Considerando os objetivos de pesquisa, assim como a natureza dos dados coletados, foram adotados modelos estimados pelo método dos mínimos quadrados generalizados com tratamento de dados em painel. Buscando isolar os efeitos das variáveis de interesse em relação ao endividamento e atendendo ao sugerido por Tani e Albanez (2016), foram adicionadas as variáveis de controle descritas no Quadro 3, cujos dados provêm do sistema Economatica e estão alinhados com estudos de Rajan e Zingales (1995), Perobelli e Famá (2002); Brito e Lima (2005), Iquiapaza et al. (2008), Cunha e Politelo (2013), e Costa Filho et al. (2016):

Quadro 3 – Variáveis de controle e definições operacionais

Variável	Definição Operacional
Crescimento (CRESC)	<i>(Ativo – PL + Valor de Mercado das Ações) / Ativo Total</i>
Rentabilidade (RENT)	<i>Lucro Antes do IR e CSLL / Ativo Total</i>
Volatilidade (VOL)	<i>Desvio-padrão do EBITDA dos últimos 5 anos</i>
Tamanho (TAM)	<i>(Ln) do Ativo Total</i>
Tangibilidade (TANG)	<i>(Imobilizado + Estoques) / Ativo Total</i>

A fim de testar as hipóteses de pesquisa - i) o nível de GC das empresas não financeiras listadas nos segmentos de governança corporativa da B3 não influencia a composição de capital das mesmas, e ii) o acesso ao BNDES das empresas não-financeiras listadas nos segmentos de governança corporativa da B3 não influencia a composição de capital das mesmas, além da estatística descritiva e matriz de correlação de *Pearson*, foram utilizados os seguintes modelos de regressão com tratamento de dados em painel, executados por meio do *software* econométrico EViews v9.5:

Modelo de curto prazo

$$\text{LN_ENDIV_CURTO} = \beta_0 + \beta_1 \text{LN_BNDES_CURTO}_i + \beta_2 \text{NIVEL1}_i + \beta_3 \text{NIVEL2}_i + \beta_4 \text{NIVELNOVO1}_i + \beta_5 \text{CRESC}_i + \beta_6 \text{RENT}_i + \beta_7 \text{VOL}_i + \beta_8 \text{TAM}_i + \beta_9 \text{TANG}_i + \varepsilon_i$$

Modelo de longo prazo

$$\text{LN_ENDIV_LONGO} = \beta_0 + \beta_1 \text{LN_BNDES_LONGO} + \beta_2 \text{NIVEL1}_i + \beta_3 \text{NIVEL2}_i + \beta_4 \text{NIVELNOVO1}_i + \beta_5 \text{CRESC}_i + \beta_6 \text{RENT}_i + \beta_7 \text{VOL}_i + \beta_8 \text{TAM}_i + \beta_9 \text{TANG}_i + \varepsilon_i$$

Modelo total

$$\text{LN_ENDIV_TOTAL} = \beta_0 + \beta_1 \text{LN_BNDES_TOTAL} + \beta_2 \text{NIVEL1}_i + \beta_3 \text{NIVEL2}_i + \beta_4 \text{NIVELNOVO1}_i + \beta_5 \text{CRESC}_i + \beta_6 \text{RENT}_i + \beta_7 \text{VOL}_i + \beta_8 \text{TAM}_i + \beta_9 \text{TANG}_i + \varepsilon_i$$

Buscando validação dos modelos propostos, foram realizados os seguintes procedimentos estatísticos: O teste de Hausman (1978) demonstrou que o modelo de efeitos aleatórios foi o mais apropriado para as três análises. Em seguida, foi utilizada a correção de White (1980) com o intuito de controlar a heterocedasticidade dos resíduos. Posteriormente, ao aplicar o teste de Breusch-Pagan (1980), a hipótese de heterocedasticidade dos resíduos foi rejeitada. O Logaritmo natural foi aplicado pelo modelo Log-log, comumente utilizado em economia para reduzir distorções amostrais - *skewness*, sendo empregado tanto nas variáveis dependentes (vide Quadro 1) quanto nas variáveis independentes relacionadas ao BNDES (vide Quadro 2) e ao tamanho (vide Quadro 3).

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

Esta seção apresenta os resultados dos procedimentos estatísticos adotados relativos à exploração dos dados, seguidos das análises de correlação entre as variáveis e, por fim, os resultados dos modelos de regressão com dados em painel. Foram utilizadas 7,740 observações para 86 empresas não-financeiras de capital aberto por 10 anos.

Em relação à estatística descritiva (vide Tabela 4, no Apêndice A), no segmento Novo Mercado, o endividamento, em suas três perspectivas, é, em média, análogo ao Nível 2. Contudo, em comparação ao Novo Mercado, as empresas listadas no segmento Nível 1 são, em média, 282%, 524% e 425% mais endividadas no curto prazo, longo prazo e total, respectivamente. Em relação ao segmento Tradicional, esta diferença se torna ainda mais destoante. Empresas neste segmento são 500%, 977% e 783% mais endividadas que as listadas no Novo Mercado, respectivamente. Assim, esse resultado sugere que as empresas pertencentes aos segmentos menos aderentes às melhores práticas de GC são mais endividadas. Em contraposição, o Nível 2 e Novo Mercado supostamente possuem outras fontes de captação de recursos.

A variável BNDES foi inconstante entre os segmentos apresentados. O Nível 2 foi o que mais utilizou recursos em comparação aos demais, seguido de perto pelo Tradicional. Já o Nível 1, em média, utiliza menos o BNDES que até mesmo o Novo Mercado.

Dentre as variáveis de controle, a volatilidade (VOL) apresentou a maior variação. A análise descritiva demonstra que as empresas listadas no Novo Mercado e Nível 2 são menos voláteis que as demais empresas. Destaca-se também que o Nível 1 apresentou maior volatilidade que o segmento Tradicional.

A variável rentabilidade (RENT) indicou o nível tradicional como o mais rentável. Já o Nível 1, hierarquicamente próximo ao Tradicional, apesar de sua alta volatilidade média, obteve a pior rentabilidade dentre os segmentos. Considerando que as demais variáveis não

apresentaram mutações significativas, observa-se que as empresas dos segmentos Nível 2 e Novo Mercado possuem, em média, uma relação risco x retorno mais atraente.

Considerando os resultados encontrados e buscando verificar a associação existente entre as variáveis, a matriz de correlação de *Pearson* foi desenvolvida para o avanço da pesquisa, cujos resultados são apresentados na Tabela 1.

De acordo com a Tabela 1, nota-se que todas as *proxies* para BNDES, em média, apresentam correlação positiva com os endividamentos de curto, longo prazo e total.

Tabela 1 – Matriz de Correlação de *Pearson*: Qualidade de GC e BNDES

Variáveis	LN ENDIVCURTO	LN ENDIVLONGO	LN ENDIVTOTAL
LN_BNDES_CURTO	0.124* (0.001)	0.177* (0.000)	0.157* (0.000)
LN BNDES LONGO	0.116* (0.000)	0.173* (0.000)	0.151* (0.000)
LN BNDES TOTAL	0.111* (0.001)	0.167* (0.000)	0.145* (0.000)

Nota: (1) Níveis de significância: * 1% e ** 5%; (2) Os valores entre parênteses indicam a Sig. (bicaudal); (3) N de 860 para todas as análises. (4) Elaborado pelos autores.

Considerando as limitações do modelo de correlação de *Pearson*, a pesquisa progrediu testando a consistência das associações por meio da regressão de dados em painel, cujos resultados são apresentados na Tabela 2.

A partir da Tabela 2, observa-se que o Modelo de Endividamento Total (LN_ENDIV_TOTAL) apresentou o maior poder explicativo dentre os três. A relação significativa e negativa entre o Endividamento e a variável BNDES sugere que empresas com acesso a esse financiamento se endividam, em média, menos que as demais.

Pode-se observar, também, que, em relação aos segmentos de listagem, apenas o Nível 1 apresentou relação negativa com significância (sig. < 5%) no modelo de curto prazo. Já no Modelo de Endividamento de Longo Prazo, apenas o nível 2 foi significativo, apresentando relação positiva. Quanto à Rentabilidade (RENT) desenvolveu relação esperada à POT, similarmente ao encontrado por Costa Filho et al (2016); Silveira, Perobelli e Barros (2008); Correa, Basso e Nakamura (2007) e Brito e Lima (2005). Contudo, nos três modelos, o Tamanho (TAM) apresentou relação positiva com o endividamento, relação esperada na TOT, contrariando os resultados de Correa, Basso e Nakamura (2007). Quanto à volatilidade, assim como encontrado em Costa Filho et al (2016) e Correa, Basso e Nakamura (2007), a relação apresentou-se positiva no modelo de Endividamento Total, não se mostrando aderente à TOT tampouco à POT, destoando dos resultados de Silveira, Perobelli e Barros (2008).

Tabela 2 – Dados em Painel com Efeito Aleatório

Variáveis Independentes	LN ENDIV CURTO	LN ENDIV LONGO	LN ENDIV TOTAL
β_0	-18.1695* (-7.9774)	-11.9492* (-13.6132)	-19.1305* (-9.3132)
LN BNDES	-2.3094** (-0.0078)	0.5256 (0.0020)	-2.3355** (-0.0046)
NIVEL 1 (Dummy)	-1.9904** (-0.4639)	-0.9299 (-0.1458)	-1.5803 (-0.2661)
NIVEL 2 (Dummy)	-0.2867 (-0.0618)	3.0945* (0.3353)	1.4143 (0.1942)

CONTINUA.

CONCLUSÃO.

Variáveis Independentes	LN ENDIV CURTO	LN ENDIV LONGO	LN ENDIV TOTAL
NOVO MERCADO (Dummy)	-0.3441 (-0.0720)	1.0746 (0.1468)	0.2507 (0.0388)
RENT	-0.7965 (-0.2585)	-2.5662** (-1.0105)	-4.4438* (-0.6598)
VOL	-1.5051 (0.0000)	0.5034 (0.0000)	2.4219** (0.0000)
TAM	55.5369* (0.9876)	23.7652* (1.2336)	56.8022* (1.0802)
TANG	-0.4638 (-0.0707)	0.6345 (0.1035)	0.6134 (0.0170)
CRES	1.7152*** (0.0305)	-0.7553 (-0.0238)	-0.2385 (-0.0038)
R ²	0.7719	0.7574	0.9269
R ² (adj.)	0.7695	0.7549	0.9262
F-stat*	319.5958	294.8956	1198.3513
Prob> F	0.0000	0.0000	0.0000
Durbin-Watson stat	1.2151	0.9561	0.8220

Fonte: Elaborado pelos autores.

Nota: (1) Níveis de Significância: * 1%, ** 5% e *** 10%; (2) Os valores entre parênteses indicam o erro padrão robusto dos coeficientes; (3) Resultados após a Correção de White. (4) A variável TRADICIONAL_DUMMY foi suprimida do modelo, pois adicioná-la produziria uma matriz singular, impedindo a geração da análise. Apesar disso, em paralelo, foram rodados os mesmos modelos, substituindo o NOVO_MERCADO_DUMMY por esta variável. Com as alterações descritas, os resultados não indicaram significância do mercado tradicional em nenhum dos modelos.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este artigo buscou investigar a relação entre níveis de governança corporativa, acesso ao BNDES e a estrutura de capital de empresas brasileiras não financeiras listadas na B3. Para isso, com auxílio do sistema Economatica e do *website* do BNDES, uma amostra composta de 86 empresas brasileiras não financeiras de capital aberto, listadas na B3, foi coletada entre os anos de 2007 e 2016. Esta amostra foi então submetida à análise de dados em painel.

Os resultados encontrados demonstram que o segmento de listagem Nível 1 apresenta relação negativa e significativa com o endividamento de curto prazo e relação positiva e significativa entre Nível 2 e endividamento de longo prazo, demonstrando que o nível de GC das empresas não financeiras presentes nos segmentos especiais de listagem da B3 influencia a composição de capital das mesmas, corroborando o resultado encontrado por Costa Filho et al (2016).

Para a variável BNDES, observou-se que quanto maior o montante de capital do BNDES ao qual a empresa tem acesso menor o seu endividamento total, estando em linha com o sugerido por Tani e Albanez (2016). Este resultado pode sugerir que empresas com acesso ao BNDES apresentam menor dependência a outras fontes de financiamento.

Esta pesquisa contribui para a teoria e para a prática das finanças corporativas ao evidenciar que a estrutura de capital da empresa está associada ao tipo de fonte de financiamento ao qual tem acesso, lançando luz às estratégias de financiamento adotadas, bem como aos possíveis impactos da alavancagem do negócio dada a adoção dessas estratégias.

Como limitação da pesquisa destaca-se a inexistência de variáveis econômicas externas, como exemplo o Risco-Pais (EMBI+), que poderiam levantar aspectos relevantes, relacionados

ao grau de acesso a fontes de recursos distintas. Outro aspecto limitador foi a não inclusão do retorno acionário, variável que pode elucidar relações não observadas tanto para os segmentos de mercado como para o BNDES, influenciando os resultados obtidos.

Em função disso, para futuras pesquisas, novos estudos poderiam investigar a influência de outras fontes de financiamento que as empresas utilizam, observando os possíveis impactos, inclusive, sobre o risco do negócio, a fim de compreender as estratégias utilizadas para diversificação da dívida, uma vez que essas outras fontes de financiamento no Brasil tendem a ser mais custosas que o BNDES.

REFERÊNCIAS

ALBANEZ T. Impactos da assimetria de informação na estrutura de capital de empresas brasileiras abertas. *Revista Contabilidade & Finanças*, São Paulo, v. 20, n. 51, p. 6-27, set./dez. 2009.

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2004.

ARROW K. J. Informational Structure of the Firm. *The American Economic Review*, [S.l.], v. 75, n. 2, p. 303-307, May 1985.

BARROS, A. J. S.; LEHFELD, N. A. S. Fundamentos de metodologia: um guia para a iniciação científica. 2. ed. ampl. São Paulo: Makron Books, 2000. 122, [9] p.

BAXTER, N. D. Leverage, risk of ruin and the cost of capital. *Journal of Finance*, [S.l.], v. 22, n. 3, p. 395-403, Sep. 1967.

BERLE, A. A; MEANS, G. C. *The Modern Corporation and private property*. New Brunswick, U. K., U.S.A.: Transaction Publishers, 1932, [380] p.

BM&F BOVESPA [2017], <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/index.htm>. Acesso em: 08 mar. 2017.

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

BRITO, R. D.; LIMA, M. R. A Escolha da Estrutura de Capital sob Fraca Garantia Legal: O Caso do Brasil. *RBE*, Rio de Janeiro, v. 59, n. 2, p. 177-208, abr./jun. 2005.

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

CARVALHO; A. G. Governança Corporativa no Brasil em perspectiva. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 37, n. 3, p. 19-32, 2002.

CARVALHO, A. G.; BARCELOS, L. C. Determinantes do acesso ao crédito empresarial no Brasil: teoria e evidências empíricas. *Encontro Brasileiro de Econometria*, São Paulo, v. 24, nov. 2002.

CORREA, C.; BASSO, L. C.; NAKAMURA, W. T. Determinantes de Estrutura de Capital no Mercado Brasileiro – Análise de Regressão com Painel de Dados no Período de 1999-2003. *Revista Contabilidade & Finanças – USP*, São Paulo, n. 44, p. 72-85, mai./ago. 2007.

COSTA FILHO, J. C. B; DOMINGOS, S. R. M; VIANA JUNIOR, D. B. C; PONTE, V. M. R. Endividamento e Qualidade da Governança Corporativa nas Companhias na BM&FBOVESPA. *Revista de Contabilidade da UFBA*, Salvador, v. 10, n. 3, p. 41-62, set./dez. 2016.

COTEI, C; FARHAT, J. The Trade-off Theory and the Pecking Order Theory: are they mutually exclusive?. *North American Journal of Finance and Banking Research*. v. 3, p. 1-16. May 2009.

CRISÓSTOMO V. L; PINHEIRO, B. G. Estrutura de Capital e Concentração de Propriedade da Empresa Brasileira. *Revista de Finanças Aplicadas*. v. 4, p. 1-30, nov. 2015.

CUNHA, P. R.; POLITELO, L. Determinantes do nível de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto do setor de consumo cíclico da BM&FBovespa. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, São Paulo, v. 6, n. 2, p. 211-235, 2013.

DEANGELO, H; MASULIS, R. Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, [S.l.], v. 8, p. 3–29, Mar. 1980.

DURAND, D. Costs of Debt and Equity Funds for Business: trends and problems of measurement. *Conference on research in business finance*, Bureau, NBER. p. 215-262, 1952.

DURAND, D. The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment: comment. *American Economic Review*, [S.l.], v. 49, n. 4, p. 639-655, Sep. 1959.

EID JR., W. Custo e estrutura de capital: o comportamento das empresas brasileiras. *Revista de Administração de Empresas – RAE*, São Paulo, v. 36, n. 4, p. 51-59, out.-nov.-dez. 1996.

FAMÁ, R.; DA SILVA, E. S. Desempenho Acionário e a Estrutura de Capital das Companhias Abertas Brasileiras Não-Financeiras. *Anais... Sociedade Brasileira de Finanças*, São Paulo, 2005.

GRACIA, J. L; MIRA, F. S. Testing Trade-off and Pecking Order Theories Financing SMEs. *Small Business Economics*, [S.l.], v. 31, p. 117-136, Aug. 2008.

GRUBER, M. J.; WARNER, J. B. Bankruptcy costs: Some evidence. *The journal of Finance*, Atlantic City, New Jersey, v. 32, n. 2, p. 337-347, May 1977.

HARRIS, M.; RAVIV, A. The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*, [S.l.], v. 46, n. 1, p. 297-355, Mar. 1991.

HAUSMAN, J. A. Specification Tests in Econometrics. *The Econometric Society*, [S.l.], v. 46, n. 6, p. 1251-1271, Nov. 1978.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. *Governança Corporativa*. [2017]. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/>>. Acesso em: 08 mar. 2017.

IQUIAPAZA, R. A.; AMARAL, H. F.; ARAÚJO, M. S. B. Testando as previsões da Pecking Order Theory no financiamento das empresas brasileiras: uma nova metodologia. *Revista de Administração Mackenzie*, São Paulo, v. 9, n. 3, p. 157-183, 2008.

JENSEN, M. C; MECKLIN, W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, [S.l.], v. 3, n. 4, p. 305- 360, Oct. 1976.

KAYO, E. K.; KIMURA, H. Hierarchical determinants of capital structure. *Journal of Banking & Finance*, [S.l.], v. 35, n. 2, p. 358-371, Feb. 2011.

KOTOWITZ, Y. Moral hazard. *Allocation, Information and Markets*, the New Palgrave, WW Norton, New York, p. 207-213, 1989.

LOPES, J. R. A., MARTINS, H. C. Adesão às Práticas de Governança Corporativa e as Alterações no Custo de Capital de Terceiros: um Estudo das Empresas Listadas no “Novo Mercado” e “Níveis Diferenciados” da Bovespa. *Revista de Administração da FEAD*, Minas, Edição Especial, out. 2007.

MARCONI, M. A.; LAKATOS, E. M. Fundamentos de metodologia científica. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010, 297 p.

MILLER, M. H. Debt and taxes. *Journal of Finance*, [S.l.], v. 32, n. 2, p. 261-275, May 1977.

MODIGLIANI, F; MILLER, M. H. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: a correction. *American Economic Review*, [S.l.], v. 53, n. 3, p. 433-443, June 1963.

MODIGLIANI, F; MILLER, M. H. The Cost of Capital. *Corporation Finance and the Theory of Investment*. *The American Economic Review*, [S.l.], v. 48, n. 3, p. 261-297, June 1958.

MUKHERJEE, S; MAHAKUD, J. Are Trade-off and Pecking Order Theories of Capital Structure Mutually Exclusive?. *Journal of Management Research*, [S.l.], v. 12, n. 1, p. 41-55, Apr. 2012.

MYERS, S. C. Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, v. 5, n. 2, p. 147-175, Nov. 1977.

MYERS, S. C. The Capital Structure Puzzle. *Journal of Financial*, Cambridge, v. 39, n. 3, p. 575-592-222, July 1984.

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

NAKAMURA, W. T; CARVALHO FILHO, A. F; MARTIN, D. M. L; COSTA, A. C. F; FORTE, D; AMARAL, A. C. Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro: análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003. *Revista Contabilidade & Finanças*, São Paulo, v. 18, n. 44, p. 72-85, mai./ago. 2007.

PEROBELLI, F. F. C.; FAMÁ, R. Fatores determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. *RAUSP*, São Paulo, v. 37, n. 3, p. 33-46, Jul./Set. 2002.

RAJAN, R. G.; ZINGALES, L. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance*, [S.l.], v. 50, n. 5, p. 1.421-1.460, Dec. 1995.

SILVEIRA, A. D. M. D. Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática. 2. ed. Rio de Janeiro: Campus, Elsevier, 2015. 370 p.

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

STANLEY D. T; GIRTH, M. Bankruptcy: Problem, Process, Reform. Washington: Brookings Institution, 1971. 270 p.

TANI, B. B., ALBANEZ, T. Decisões de Financiamento das Companhias Listadas nos Diferentes Segmentos de Governança da BM&FBovespa Segundo a Teoria de Pecking Order. *Contabilidade, Gestão e Governança*, Brasília, v. 19, n. 2, p. 317-334, mai./ago. 2016.

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

VAN HORNE, J. C. Política e administração financeira. Rio De Janeiro: LTC, 1974. 316P.

WHITE, H. A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity. *Econometric: Journal of the Econometric Society*, [S.l.], v. 48, n. 4, p. 817-838, May 1980.

APÊNDICE A

Tabela 4 – Estatística Descritiva das Variáveis do Modelo Econométrico

	Variável	Média	Desv. Pad	Mínimo	Máximo	N
NOVO MERCADO	ENDIV CURTO	2,065,247	3,243,235	50,822	2,065,247	550
	ENDIV LONGO	3,007,572	5,038,217	3,754	3,007,572	550
	ENDIV TOTAL	5,072,818	8,076,380	78,640	5,072,818	550
	CRES	1.5182	0.9103	0.0000	1.5182	550
	RENT	0.0707	0.0819	-0.3945	0.0707	550
	VOL	221,420	347,327	519	221,420	550
	TAM	22.1463	1.2035	19.2403	22.1463	550
	TANG	0.3440	0.1961	0.0012	0.3440	550
	BNDES CURTO	17,492	88,539	0	17,492	550
	BNDES LONGO	85,203	404,400	0	85,203	550
	BNDES TOTAL	102,695	485,421	0	102,695	550
ÍVEL 2	ENDIV CURTO	2,065,729	2,298,120	194,347	2,065,729	80
	ENDIV LONGO	3,024,884	3,229,277	47,468	3,024,884	80

	ENDIV TOTAL	5,090,613	4,310,962	241,815	5,090,613	80
	CRES	1.2801	0.5678	0.6759	1.2801	80
	RENT	0.0603	0.0648	-0.1862	0.0603	80
	VOL	268,149	273,035	8,118	268,149	80
	TAM	22.4559	0.8532	20.0782	22.4559	80
	TANG	0.3132	0.2598	0.0018	0.3132	80
	BNDES CURTO	147,200	326,142	0	147,200	80
	BNDES LONGO	452,322	1,473,111	0	452,322	80
	BNDES TOTAL	599,522	1,773,788	0	599,522	80
NÍVEL 1	ENDIV CURTO	7,893,329	10,484,543	55,560	7,893,329	140
	ENDIV LONGO	18,755,287	29,432,895	14,555	18,755,287	140
	ENDIV TOTAL	26,648,616	37,899,359	70,699	26,648,616	140
	CRES	1.5891	1.0140	0.6313	1.5891	140
	RENT	0.0552	0.0848	-0.1877	0.0552	140
	VOL	2,167,139	4,242,017	19,309	2,167,139	140
	TAM	23.7286	1.4804	20.2926	23.7286	140
	TANG	0.4762	0.1912	0.0042	0.4762	140
	BNDES CURTO	6,108	16,889	0	6,108	140
	BNDES LONGO	23,161	63,349	0	23,161	140
	BNDES TOTAL	29,269	80,235	0	29,269	140
MERCADO TRADICIONAL	ENDIV CURTO	12,393,139	22,863,053	255,448	12,393,139	90
	ENDIV LONGO	32,401,354	96,795,932	41,860	32,401,354	90
	ENDIV TOTAL	44,794,493	118,082,316	611,239	44,794,493	90
	CRES	1.4444	0.8862	0.0000	1.4444	90
	RENT	0.0959	0.0643	-0.0458	0.0959	90
	VOL	1,836,084	4,524,309	23,704	1,836,084	90
	TAM	23.3361	1.7252	20.9209	23.3361	90
	TANG	0.3282	0.2470	0.0070	0.3282	90
	BNDES CURTO	133,839	265,188	0	133,839	90
	BNDES LONGO	516,243	958,569	0	516,243	90
	BNDES TOTAL	650,082	1,210,086	0	650,082	90

Fonte: Elaborado pelos autores