

ADERÊNCIA A TEORIA PECKING ORDER PELAS FIRMAS BRASILEIRAS: UMA ANÁLISE MULTISSETORIAL

THICIA STELA LIMA SAMPAIO

UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ (UFC)

ALAN BANDEIRA PINHEIRO

UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ (UFC)

RUBENS CARLOS RODRIGUES

UNIVERSIDADE DE FORTALEZA (UNIFOR)

EVA VALERIA MAIA LAMEU

UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ (UFC)

Agradecimento à orgão de fomento:

Os pesquisadores agradecem o suporte financeiro da Coordenação de Aperfeiçoamento do Pessoal de Nível Superior (CAPES).

ADERÊNCIA A TEORIA PECKING ORDER PELAS FIRMAS BRASILEIRAS: UMA ANÁLISE MULTISSETORIAL

1 INTRODUÇÃO

As oscilações econômicas, assim como perfil jurídico fiscal seguido pelos países (*comom law* ou *civil law*) podem impactar na forma que as empresas financiam suas operações e projetos, a fim de se adaptar ao ambiente regulador ao qual estão inseridas, sempre objetivando melhores resultados possíveis.

A busca pelo melhor resultado possível, enseja o uso de sistemas que confirmam maior credibilidade informacional aos *stakeholders* e sinalizem ao mercado a conduta ética, e política econômica da organização. Dessa maneira, visando à redução do custo de captação de recursos no mercado mobiliário.

Nesse sentido, a Governança Corporativa (GC) apresenta-se com um sistema já consolidado no mundo das grandes organizações, com o objetivo de maximizar os resultados e alcance dos objetivos das organizações, juntamente com o alinhamento dos interesses dos *shareholders*, atraindo investidores que buscam organizações que sinalizem ao mercado que possuem maior controle e monitoramento das atividades dos seus gestores, através de listagem de índices diferenciados na Brasil Bolsa Balcão (B3), como o ICG, ITAG, ICGT e ICG-NM.

Atualmente, o *compliance* tem ganhado destaque nacional, principalmente após o desastre na empresa Vale com as barragens de Marina e Brumadinho, no estado de Minas Gerais, por buscar conferir conformidade as atividades da organização e consequente redução do risco de *compliance*, ou seja, o risco de incorrer em sanções, perdas, prejuízos por descumprimento a normativos reguladores correlatos a atividade ou ao desvio de conduta de seus agentes.

Dessa forma, a redução do risco de *compliance* é também um meio de fornecer preventivamente apoio a manutenção da lucratividade das organizações, pois a desconformidade das organizações pode gerar alto grau de impacto nos demonstrativos das companhias, como demonstrado no estudo de Amorim, Cardozo e Vicente (2012) que apontou o bloqueio de R\$ 1,2 bilhão pela Justiça, a partir das informações de inteligência financeira por atuação de companhias com inconformidades.

Estudos como os de Silveira (2004), Lameira, Ness Júnior e Macedo-Soares (2007) e Correia, Amaral e Louvet (2011) foram realizados com o objetivo de correlacionar e associar, de forma explicativa, a influência e relevância da GC na estrutura de capital – forma pela qual as companhias se financiam, gerando assim o endividamento.

Entretanto, os estudos de relação de GC com estrutura de capital não têm abordado o elemento *compliance*, tampouco se realizou uma análise por segmento das empresas. Tal análise carece de atenção, uma vez que cada nicho de atuação tem características singulares, quanto à necessidade de ativos, giro de caixa, nível de investimento, tempo de retorno, não podendo ser analisado um conjunto de empresas, sem levar em consideração seus diferentes campos de atuação. Assim, o presente estudo busca suprir essa lacuna das pesquisas realizadas anteriormente.

Tais características do campo de atuação podem ensejar em formas e níveis de endividamento diferenciados, sendo que este nível de endividamento e forma com este é realizado sofre influência do controle e monitoramento, oriundo das práticas de governança corporativa e *compliance* da organização.

A estrutura de capital das companhias pode ter aderência às diversas teorias de estrutura de capital, como as teorias dos teóricos Kraus e Litzenberger (1973), a teoria *trade-*

off, a teoria dos custos de agência apresentada por Jensen e Meckling (1976) e a teoria *pecking order* de Myers e Majluf (1984).

Diante do exposto este artigo tem como questão de pesquisa: *Como se comportam os índices de endividamento das empresas que negociam na B3 perante a teoria pecking order?* Para responder a esse questionamento, esse artigo tem como objetivo geral analisar, de acordo com a teoria *pecking order*, a associação do endividamento total, de curto e longo prazo, das empresas que negociam ações na B3, distinguindo-as por segmento de atividade.

Como objetivos específicos têm-se: i) analisar a direção e força de associação dos índices de endividamento (total, curto e longo prazo) com índices de lucratividade e apoio a lucratividade da totalidade da amostra; ii) analisar a direção e força de associação dos índices de endividamento (total, curto e longo prazo) com índices de lucratividade e apoio a lucratividade para cada segmento de atuação das empresas da amostra; e iii) comparar os resultados obtidos para a totalidade da amostra com os resultados obtidos para os segmentos de atividade das empresas da amostra.

Este trabalho está estruturado em seis seções, incluindo esta introdução. A próxima seção contempla o referencial teórico sobre governança corporativa, *compliance* e teorias de estrutura de capital e estudos empíricos já realizados sobre a temática. A terceira seção apresenta as *proxies* selecionadas, as hipóteses de pesquisa e os modelos econométricos. A quarta seção contempla a metodologia empregada. A quinta seção mostra as análises e resultados, mediante o tratamento dos dados. Por fim, são apresentadas as conclusões da pesquisa.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Nesta seção serão apresentados aspectos relevantes das temáticas que influenciam o endividamento e a lucratividade das organizações, sendo estes: governança corporativa, *compliance* e risco de *compliance*, as teorias de estruturas de capital. Além disso, são apresentados os estudos já realizados para investigar e explicar a influência da governança corporativa e da estrutura de capital no endividamento das organizações.

2.1 Governança corporativa, *compliance* e risco de *compliance*

Há no campo acadêmico, diversos conceitos acerca da Governança Corporativa, os quais envolvem: a distribuição de direitos e responsabilidades, para a organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (ORGANIZAÇÃO PARA COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO, 2019); o sistema de relações entre acionistas e demais partes interessadas, para Lodi (2000); a estrutura de poder dos responsáveis pela direção e controle das empresas conforme o Relatório Cadbury (CADBURY COMMITTEE, 1992); o arcabouço normativo de leis e demais normas aos quais as empresas devem obediência ou conformidade para realizar suas atividades conforme Gillian (1998).

Para Carvalho (2002) a GC é o conjunto de mecanismos ou princípios que governam o processo decisório dentro de uma empresa fazendo com que o controle atue em benefício das partes com direitos legais sobre a companhia.

O conceito de GC adotado neste estudo é de um sistema multidisciplinar de práticas que permeia toda a empresa a fim de auxiliar, por meio do controle e monitoramento a tomada de decisão das partes legitimadas, pois conforme Silva (2015, p. 34) “[...] é a integralidade do sistema de governança corporativa, e não suas partes individualmente consideradas, que importa à sociedade anônima”, uma vez que o processo de tomada de decisões tem impacto principalmente no longo prazo, no alcance de metas, na manutenção, criação e aumento de valor da empresa para os seus acionistas e partes interessadas (SILVA, 2015).

Para o devido funcionamento desse sistema, conforme o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) faz-se necessário que a empresa possua uma estrutura de GC

baseada na: propriedade (representada pelos sócios); no conselho de administração; na gestão; na auditoria independente; no conselho fiscal; na conduta e no conflito de interesses (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2015)

A estrutura da GC tem como princípios basilares, conforme IBGC (2015): a transparência (*disclosure*); a equidade (*fairness*); o *accountability* e a responsabilidade corporativa. A finalidade destes princípios é propiciar uma ação coesa dos participantes da estrutura de GC sob um mesmo ideal de gestão. Dessa forma, corroborando Andrade *et al.* (2009) a implantação do conjunto de mecanismos que criam o sistema de GC conferem um ambiente de proteção para o investidor, o que por si só já justificaria a sua implantação e manutenção.

Para Neves (2018) o *compliance* é uma faceta da GC que se preocupa com a conformidade e regulação das atividades da firma, sendo o *disclosure* um dos mecanismos de manter os *stakeholders* informados acerca das práticas de *compliance* das companhias (SILVA, 2015). Assim, o *compliance* surgiu como uma necessidade primária das instituições financeiras de assegurar seus procedimentos e conformidade com normativos, além de uma forma de manutenção positiva da imagem pública.

A implantação de práticas de *compliance* visa a redução do chamado ‘risco de *compliance*’, o qual se expressa pelo risco que a empresa corre de sofrer sanções, perda financeira ou de reputação devido ao descumprimento de leis, regulamentações e códigos de conduta internos e externos à organização (COIMBRA; MANZI, 2010). Dessa forma, Silveira e Saad-Diniz (2015, p. 255) definem o *compliance* como “[...] uma série de condutas que estimulam a diminuição dos riscos”.

Amorim, Cardozo e Vicente (2012) apontaram em seu estudo um aumento de até 503% (no ano de 2009) nas condenações por órgãos reguladores e pela justiça com o bloqueio de valores das companhias em inconformidade, materializando assim o impacto que o risco de *compliance* pode gerar as companhias e conseqüentemente ao mercado e a sociedade, em um efeito dominó de perdas.

2.2 Teorias da estrutura de capital

A estrutura de capital se resume na forma como a empresa financia seus ativos, sendo os dois meios existentes: capital próprio e capital de terceiros. A primeira teoria a se destacar neste campo foi a de Durand (1952), a qual apresentou a estrutura de capital com possibilidade de encontrar um grau ótimo de endividamento (CORREA, BASSO, NAKAMURA, 2013).

A teoria de *Trade-off*, desenvolvida por Kraus e Litzenberger (1973) afirmando que as empresas escolhem sua estrutura ótima de capital através de uma avaliação entre receitas e custos, dívida e capital, onde à medida em que a empresa vai aumentando seu endividamento, eleva seu benefício fiscal, agregando valor a mesma (JENSEN, MECKLING, 1976).

A teoria dos Custos de Agência, desenvolvida por Jensen e Meckling (1976) é favorável a um maior nível de endividamento, obrigando automaticamente os administradores a serem mais eficientes, reduzindo os dois tipos de custos: i) entre acionistas e gestores; e ii) entre acionistas e detentores de obrigações. A manutenção de um maior nível de endividamento forçaria os administradores a serem mais eficientes.

A teoria de *Pecking Order* se baseia na assimetria de informações dos agentes envolvidos nessa teoria quanto maior forem os lucros acumulados, menor a necessidade de utilização de capital de terceiros: quando mais lucrativa for a empresa, menor será o seu endividamento (MYERS, MAJLUF, 1984), uma vez que o lucro gerado é utilizado como fonte de financiamento, ao passo que empresas menos lucrativas acabam necessitando de capital de terceiros para financiar seus projetos (BASTOS, NAKAMURA, BASSO, 2009).

No cenário brasileiro, há uma aderência à teoria *pecking order* tem sido aplicada em diversos estudos realizados por diferentes pesquisadores como sendo a teoria que mais explica a estrutura de capital adotada no contexto brasileiro (SILVEIRA, PEROBELLI, BARROS, 2008; LAUREANO, 2008).

Essa maior aderência, a teoria *pecking order* pode ser motivada pelo contexto econômico brasileiro de ser uma economia que oscila de forma cíclica entre períodos de crescimento e recessão econômica, com emprego de altas taxas de juros, e considerada mundialmente como um mercado emergente, regido pelo *civil Law* (ZYSMAN, 1983; BIAGINI, 2003; LAUREANO, 2008).

Os pesquisadores Smaniotto, Alves, Decourt (2017) relataram a importância do constante investimento nas empresas, diferenciando que as empresas com maior maturidade no mercado mobiliário tendem a assumir compromissos em longo prazo, enquanto que empresas iniciantes no mercado de ações optam por endividamentos no curto prazo tendo em vista fatores com oportunidades de crescimento, liquidez e rentabilidade.

Ressalta-se que os estudos de Perobelli e Famá (2002) apontaram comportamentos distintos de associação dos índices de endividamento com as variáveis tamanho e tangibilidade no curto e longo prazo, ou seja, no curto prazo empresas maiores e com ativos mais tangíveis detêm menores índices de endividamento que empresas menores e com ativos menos tangíveis, comportamento oposto ao observado no longo prazo.

Já no que tange a fatores determinantes, o estudo de Laureano (2008) demonstrou que existem diferentes fatores para o curto prazo e para o longo prazo. O autor encontrou como fatores determinantes para o endividamento no longo prazo: composição dos ativos, lucratividade, crescimento, tamanho e taxa de juros. Já no curto prazo os autores apontam com mais significantes para o endividamento: composição dos ativos, lucratividade, liquidez, tamanho, taxa de juros e volatilidade.

2.2.1 Estudos correlacionando temáticas da estrutura de capital com a governança corporativa, e impacto econômico de sanções por inconformidade

Em 2004, o pesquisador Silveira (2004), em sua tese de doutorado propôs um Índice de Governança Corporativa (IGOV), o qual foi calculado com base nas respostas obtidas na aplicação de um questionário a 161 empresas de capital aberto listadas na B3.

O estudo de Lameira, Ness Júnior e Macedo-Soares (2007) confirmou que a adoção de níveis elevados de práticas de governança produz impacto positivo no valor das empresas quando se relaciona a Governança Corporativa com o Q de Tobin das empresas. Silveira, Perobelli e Barros (2008) demonstraram em sua pesquisa que a adoção de práticas de Governança Corporativa exerce significativa influência na alavancagem das empresas.

O estudo empírico realizado por Correia, Amaral e Louvet (2011) elaborou um índice de governança corporativa, denominado IQG, no qual foi investigada a relação de desempenho do mercado com o nível de governança corporativa de empresas listada na B3 entre 1997 e 2006. Os autores encontraram relação de quanto melhores forem às práticas de GC menor será o risco associado a esta empresa, e conseqüentemente haverá uma maior taxa de retorno dos investimentos nela realizados.

Um estudo de Amorim, Cardozo e Vicente (2012) apontou foram bloqueados R\$ 1,2 bilhão pela Justiça, a partir das informações de inteligência financeira por atuação de companhias com inconformidades. O mesmo estudo revelou um aumento nesse tipo de condenação às companhias, que em alguns anos chegou a 503%, materializando assim o impacto que o risco de *compliance* pode gerar às companhias e a sociedade.

Os pesquisadores Mapurunga, Ponte e Oliveira (2015) propuseram um Índice da Qualidade da Governança praticada por empresas registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), incluindo empresas que estão listadas e não listadas na B3, e em suas

conclusões relatam que as empresas listadas “adotam melhores práticas de governança, pressupondo uma administração mais transparente, com redução de assimetria de informações” (MAPURUNGA; PONTE; OLIVEIRA, 2015, p. 393).

2.2.2 Proxies selecionadas para a pesquisa com base na teoria *pecking order*

As *proxies* selecionadas estão apresentadas no quadro 1, e contemplam os atributos teóricos que se adequam a problemática do artigo, a fim de obter um modelo de análise que proporcione o alcance dos objetivos traçados.

Quadro 1 – Atributos teóricos e *proxies* selecionadas

Atributo teórico	Descrição	Proxy	Autor
Índices de Endividamento	Endividamento total (EndTotal)	= Passivo total/ Ativo total	Wagner, Stampert e Fubara (1998); Pinheiro et al. (2017) Perobelli e Famá (2003)
	Endividamento a LP (EndLP)	= PNC/Ativo total	Smaniotto, Alves e Decourt (2017), Perobelli e Famá (2003)
	Endividamento a CP (EndCP)	= PC/Ativo total	
Lucratividade	Tangibilidade (Tang)	= (Ativo Imobilizado + estoques) / Ativo total	Chang et al. (2015); Lameira, Junior, Macedo-Soares (2015)
	Tamanho (Tam) = Logaritmo base 10 da receita operacional líquida da empresa		Smaniotto, Alves e Decourt (2017)
	<i>Compliance</i> (Comp)	Dummy: 0 → não listada no ICG-NM; 1 → listada no ICG-NM	-
	Oportunidade de crescimento (OptCresc.)	= (Valor de mercado + passivo exigível) / Ativo total	Crisóstomo e Pinheiro (2015), Gomes e Leal (2000), e Kirch (2005)
	Retorno sobre o Ativo (RetAtiv.)	EBITDA / Ativo total	Smaniotto, Alves e Decourt (2017)
	Crescimento (Cresc)	$\frac{\text{Rec. oper. t1}}{\text{Rec.oper. t0}}$	
	Liquidez corrente (Liqui)	= Ativo circulante / Passivo circulante	
	Risco do negócio (Risc)	Desvio padrão do EBITDA / Ativo total	

Fonte: Elaborado pelos autores (2019).

O *proxy* tamanho (Tam) representa um logarítmico natural da receita operacional líquida, ou seja, os *inputs* na empresa oriundos diretamente da atividade fim da empresa. Dessa forma, é esperado que quanto maior seja esse indicador maior seja o potencial de resíduo (lucro) a ser gerado. Diante dessa relação da receita operacional com o residual, espera-se com base na teoria *pecking order* um sinal negativo de associação desta *proxy* com o endividamento.

A *proxy* tangibilidade (Tang) serve como indicador de capacidade de fornecimento de garantias (*collateral*) pela companhia para contratação de financiamento e empréstimos, favorecendo assim tais contratações, devido a essa relação de garantia. Assim, espera-se uma associação positiva da *proxy* Tang com os índices de endividamento.

Segundo a teoria *pecking order*, a oportunidade de crescimento (OptCresc) tem uma associação negativa com o nível de endividamento, uma vez que quando há oportunidade de crescimento a tendência é que a empresa opte por realizar essa oportunidade no lugar de

contratar financiamentos ou contrair dívidas, pois poderá realizar projetos (aquisições, investimentos, custeio) com recursos próprios, ou seja, com o consumo de seus lucros e disponibilidades.

O índice de retorno do ativo (RetAtiv) demonstra quanto em unidades monetárias do lucro antes da retirada dos juros, impostos, amortização e depreciação (EBITDA) existe para cada 1 unidade monetária do Ativo Total. De outra maneira, explica quanto cada unidade monetária do Ativo total resultou em benefícios para a firma. Esse indicador na teoria *pecking order* pode ser visto como capacidade da companhia se custear, fazendo uso de seus recursos próprios ao invés de captar esses recursos junto a terceiros (SMANIOTTO, ALVES, DECOURT, 2018).

O índice crescimento (Cresc) indica a variação positiva, ou não, da receita operacional de um período para outro. É da receita operacional que se procedem aos ajustes até se obter o lucro do período, o que por consequência é um forte indicativo de como pode se comportar o resultado da companhia. Espera-se um aumento do endividamento quando a empresa apresentar índices de crescimento negativos, e redução do endividamento quando a empresa gerar crescimento positivo (GOMES, LEAL, 2000; CORREA, BASSO, NAKAMURA, 2013).

A liquidez demonstra quanto do existe de unidade monetária de ativo circulante para cada unidade monetária do passivo circulante, ou seja, quanto maior o resultado dessa relação maior a existência de ativos disponíveis para liquidar o passivo circulante, sendo os resultados maiores que 1 indicam uma folga de ativos disponíveis, podendo estes serem utilizados para evitar a captação de recursos junto a terceiros (bancos, mercado de ações). Dessa forma, espera-se com base na teoria *pecking order* que quanto maior a liquidez da empresa, menor seja seu endividamento, pois esta poderá fazer uso dos ativos disponíveis para financiar suas atividades, projetos e investimentos.

O risco do negócio, conforme *framework* de Smaniotto, Alves, Decourt, (2017) baseia-se no desvio padrão em razão do ativo total da empresa, dessa forma, a substituição do valor do EBITIDA pelo seu desvio padrão confere ao índice a dispersão do EBITIDA em torno da sua média no período, conferindo assim um indicador não somente financeiro, mas econômico por considerar o tempo como fator de influência no seu resultado. Assim, valores altos para o risco do negócio indicam que há uma dispersão maior do EBITIDA no período, dessa forma, pode-se inferir uma maior volatilidade na lucratividade. Como o risco é um índice baseado em um valor da lucratividade, o EBITIDA, é esperado segundo as premissas da teoria *pecking order* que o sinal de associação com o endividamento seja negativo, ou seja, quanto maior o risco menor o índice de endividamento.

O *compliance*, como uma peça da estrutura de GC, sistematiza a prevenção de perdas oriundas de sanções da justiça e organismos reguladores (fiscais ou de atividade) fornece maior segurança a estrutura de GC das empresas, a qual tem relação já comprovada empiricamente com a rentabilidade.

As empresas que se encontram listadas no ICG-NM da B3 tem como requisito para compor a listagem a existência de práticas efetivamente implantadas de *compliance* constantes no art. 31, inciso II do seu Regulamento de Listagem: “[...] a existência de um código de conduta, regras quanto à proteção de informação sigilosa, políticas de combate a corrupção, criação de um comitê de auditoria, de uma auditoria interna, controle interno e riscos” (BRASIL BOLSA BALCÃO, 2019). Dessa forma, espera-se que as empresas que participam do ICG-NM tenham menores níveis de endividamento, ou seja, um sinal negativo de associação, pois a existência do *compliance* preveniria a redução da rentabilidade.

3 HIPÓTESES E MODELOS ECONÔMICOS

Diante da questão problema, elaboraram-se três hipóteses, as quais se pretendem confirmar ou refutar:

- H1 – Os índices de endividamento das empresas atuantes na B3 possuem associação com índices de lucratividade em nível predominante as premissas da teoria *pecking order*.
- H2 – Os índices de endividamento por segmento de atividade das empresas atuantes na B3 possuem associação com índices de lucratividade em nível predominante as premissas da teoria *pecking order*.
- H3 – Os níveis de aderência da totalidade da amostra à teoria *pecking order* não são iguais aos níveis de aderência por segmentos de atividade das empresas atuantes na B3.

Para análise da H1, H2 e H3, procedeu-se a elaboração de três modelos de regressão linear múltipla os quais tem respectivamente como variável dependente a *proxy* endividamento total (EndTotal), endividamento a longo prazo, (EndLP) e endividamento a curto prazo (EndCP). Os três modelos terão como variáveis explicativas: o tamanho (Tam), tangibilidade (Tang), a oportunidade de crescimento (OptCresc.), o retorno do ativo (RetAtiv), o crescimento (Cresc), a liquidez corrente (Liqui), o risco do negócio (Risc) e a existência de *compliance* (Comp). Os modelos são expressões da seguinte forma:

$$\text{EndTotal} = \beta_0 + \beta_1 \text{Tam} + \beta_2 \text{Tang} + \beta_3 \text{OptCresc.} + \beta_4 \text{RetAtiv} + \beta_5 \text{Cres.} + \beta_6 \text{Liqui} + \beta_7 \text{Risc} + \beta_8 \text{Comp} \quad (1)$$

$$\text{EndLP} = \beta_0 + \beta_1 \text{Tam} + \beta_2 \text{Tang} + \beta_3 \text{OptCresc.} + \beta_4 \text{RetAtiv} + \beta_5 \text{Cres.} + \beta_6 \text{Liqui} + \beta_7 \text{Risc} + \beta_8 \text{Comp} \quad (2)$$

$$\text{EndCP} = \beta_0 + \beta_1 \text{Tam} + \beta_2 \text{Tang} + \beta_3 \text{OptCresc.} + \beta_4 \text{RetAtiv} + \beta_5 \text{Cres.} + \beta_6 \text{Liqui} + \beta_7 \text{Risc} + \beta_8 \text{Comp} \quad (3)$$

4 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Esse artigo é caracterizado como um estudo quantitativo, dentro do paradigma objetivista e positivista, com objetivo exploratório e descritivo. Faz-se o uso do método econométrico, realizado por meio de estudo exploratório, com revisão bibliográfica e documental, juntamente com a coleta e análise de dados secundários (GRAY, 2012; GIL, 2014; MICHEL, 2015).

A população deste estudo são as empresas que negociam suas ações na B3. O total da população em maio a agosto de 2019: 394 empresas. Dessa população, foram retiradas 217 empresas, as quais não apresentaram dados necessários para cálculo das *proxies*, ou atuam no segmento financeiro, e as que detinham dados *outliners*, evitando-se assim resultados enviesados.

A amostra abrange 177 empresas, é do tipo intencional, não-probabilística das empresas listadas na B3, e representa 44,92% da população. Os dados são secundários e foram coletados de artigos, livros, sites de institutos de pesquisas econômicas e sociais, sítio da B3, e do sistema Economática®.

O espaço temporal analisado compreende quatro anos. Os dados são relativos aos anos de 2014, 2015, 2016 e 2017, pois os dados referentes ao ano de 2018 não estavam disponíveis ainda. Conforme preceitua os termos do art. 1.078 da Lei Federal 10.406/02, as firmas podem começar a divulgação do exercício anterior a partir de abril do ano seguinte (Lei do Código Civil) (BRASIL, 2019b).

O tratamento dos dados foi feito mediante o cálculo das *proxies*, obtenção da média por indivíduo da amostra para o período analisado, assim como a mediana e o desvio padrão. Utilizou-se o *software* Excel para organização e cálculos das *proxies*, com posterior uso do IBM SPSS® para testar os modelos econométricos (regressão linear múltipla) na amostra, e nos 13 segmentos de atividade das empresas da amostra a fim de evidenciar a direção e a força de associação das *proxies* de endividamento com as variáveis independentes.

A opção por uso de regressão linear múltipla se demonstra possível e coerente conforme demonstrado em estudos anteriores sobre estrutura de capital de: Mitushima, Nakamura e Araujo (2010), Correa, Basso e Nakamura (2013), Santana, Castro Junior, Chain e Benedicto (2014), Silva, Kuniy e Nakamura (2015).

Optou-se por essa técnica com uso dos valores da média do período (2014 a 2017) para cada indivíduo da amostra, por este ser um estimador naturalmente não enviesado de uma população.

5 ANÁLISE DOS RESULTADOS E DISCUSSÃO

Na análise da amostra por estratos de segmento de atuação a categorização de segmentos da amostra fornecida pelo *North American Industry Classification System* (NAICS) contemplava 116 segmentos distintos. Posteriormente, procedeu-se uma análise das categorias do NAICS para um reagrupamento das empresas em estratos mais amplos, agrupando os segmentos correlatos. A tabela 1 apresenta essa recategorização.

Tabela 1 – Recategorização das empresas da amostra

Cód. Segmento	Nome do segmento	Qtde.	f%
1	Alimentos	16	9,04%
2	Atividades relacionadas a imóveis	15	8,47%
3	Comércio atacadista e varejista	11	6,21%
4	Educação e Cultura	8	4,52%
5	Energia, água e esgoto	29	16,38%
6	Ind. e transformação Pesada (metal, aço, motores, máquinas)	17	9,60%
7	Ind. Equip. médicos, Química e remédios	9	5,08%
8	Ind. Ligada a transportes	10	5,65%
9	Ind. Papel, madeira, celulose, cerâmica	6	3,39%
10	Telecomunicações e Tecnologia	11	6,21%
11	Indústria - vestimentas e calçados	13	7,34%
12	Serviços diversos	32	18,08%
Total 1		177	100,00%

Fonte: Elaborado pelos autores (2019).

Nesse processo de análise dos segmentos, percebeu-se que não há um segmento predominante na composição da amostra, a qual foi estratificada em 12 segmentos, tendo o segmento de maior frequência o de prestação de serviços com 32 empresas representando 18,08%.

Dentre as empresas da amostra, 113 estão listadas no IGC-NM, ou seja, 63,84% das empresas da amostra exercem práticas de *compliance*, um dos requisitos obrigatórios para participação da listagem do ICG-NM.

Os valores médios das *proxies* calculadas de cada empresa para o período analisado foram agrupados por segmentos de atuação, a fim de analisar a média e a dispersão dos valores em torno da média por segmento comparativamente aos valores obtidos para a totalidade da amostra. Os resultados obtidos estão expostos na Tabela 2.

Tabela 2 – Média (μ) e desvio padrão (σ) das *proxies* por segmento e total da amostra

Cód. Seg.		EndTotal	EndLP	EndCP	Tam	Tang	OptCresc	RetAtiv	Cresc	Liqui	Risc
1	μ	0,78	0,38	0,40	6,41	0,39	0,74	0,11	0,12	1,45	0,05
	σ	0,50	0,23	0,39	1,02	0,18	0,88	0,08	0,16	0,67	0,04
2	μ	0,57	0,28	0,29	5,91	0,23	0,34	-0,05	-0,18	2,29	0,09
	σ	0,26	0,12	0,18	0,42	0,10	0,35	0,14	0,13	0,95	0,12
3	μ	0,66	0,22	0,44	6,82	0,38	1,15	0,11	0,07	1,57	0,03
	σ	0,18	0,12	0,13	0,57	0,12	0,98	0,05	0,07	0,52	0,01
4	μ	0,70	0,36	0,34	5,77	0,23	0,92	0,07	0,12	1,45	0,06
	σ	0,41	0,29	0,20	0,79	0,14	0,64	0,09	0,17	0,67	0,06
5	μ	0,59	0,38	0,21	6,56	0,23	0,46	0,10	0,14	1,26	0,05
	σ	0,12	0,09	0,10	0,52	0,26	0,29	0,06	0,22	0,54	0,07
6	μ	0,60	0,32	0,27	6,31	0,48	0,29	0,04	-0,01	1,94	0,06
	σ	0,27	0,16	0,20	0,88	0,13	0,21	0,05	0,07	1,14	0,04
7	μ	0,82	0,35	0,47	6,22	0,47	0,69	0,14	0,15	1,62	0,06
	σ	0,53	0,26	0,36	1,16	0,17	0,60	0,08	0,49	1,12	0,05
8	μ	0,67	0,31	0,36	6,28	0,44	0,46	0,09	-0,04	1,79	0,06
	σ	0,20	0,07	0,22	0,56	0,19	0,32	0,06	0,11	0,85	0,09
9	μ	0,57	0,35	0,22	6,11	0,54	0,47	0,09	0,04	1,68	0,03
	σ	0,22	0,22	0,08	0,54	0,14	0,22	0,05	0,09	0,75	0,02
10	μ	0,71	0,29	0,41	6,19	0,31	0,86	0,02	0,05	2,05	0,04
	σ	0,58	0,23	0,49	1,07	0,23	0,84	0,22	0,23	1,36	0,03
11	μ	0,67	0,28	0,39	5,93	0,42	0,80	0,09	0,01	2,16	0,05
	σ	0,48	0,41	0,33	0,50	0,15	0,97	0,09	0,12	1,83	0,04
12	μ	0,62	0,38	0,23	6,02	0,22	0,86	0,11	0,07	1,44	0,05
	σ	0,23	0,19	0,15	0,58	0,25	1,03	0,07	0,22	0,57	0,04
Total ^a	μ	0,65	0,34	0,31	6,23	0,33	0,66	0,08	0,05	1,67	0,05
	σ	0,33	0,20	0,25	0,75	0,22	0,74	0,10	0,21	0,96	0,06

Fonte: Elaborado pelos autores (2019).

Nota: ^a = valores para o total da amostra (177 empresas).

Das 120 observações relativas aos valores de desvio padrão, 27 destas detinham de 50% a 130% de valor superior aos valores obtidos para a totalidade da amostra. Dos valores obtidos nas estatísticas descritivas, o maior desvio padrão obtido foi de 1,83, e somente 9 observações eram de valores acima de 1, demonstrando que os valores obtidos para a média servem com previsão teórica.

Testaram-se os modelos no programa econométrico IBM SPSS®, versão 22, quanto aos valores de R, R², teste de Durbin-Watson, ANOVA, VIF e tolerância.

Dessa maneira, optou-se por apresentar na tabela 3 somente os modelos que obtiveram significativos valores de R, R² conjuntamente com valores de ANOVA significantes em 11%, ou seja, valores de ANOVA até 10%.

Tabela 3 – Resumo dos dados dos modelos de regressão linear múltipla

NA TOTALIDADE DA AMOSTRA						
Variáveis dependentes	R	R ²	D-W	ANOVA	Estatísticas de colinearidade	
					VIF	Tolerância
End.Total	0,617	0,351	1,91	0		
End.CP	0,579	0,303	1,68	0	< 1,77 e > 1,052	>0,565 e < 0,95
End.LP	0,405	0,124	1,93	0		
SEGMENTO: Atividades relacionadas a imóveis						
Variáveis dependentes	R	R ²	D-W	ANOVA	Estatísticas de colinearidade	
					VIF	Tolerância
EndTotal	0,946↑	,791↑	2,87↑	,006↑	< 12,07 e > 1,79	>0,083 e < 0,558
EndP	0,907↑	,646↑	1,74↑	,03↑		

continua...

continuação.

SEGMENTO: Comércio atacadista e varejista,						
Variáveis dependentes	R	R ²	D-W	ANOVA	Estatísticas de colinearidade	
					VIF	Tolerância
EndTotal	0,99↑	,902↑	2,30↑	,07↑	< 122,17 e > 5,26	>0,012 e < 0,190
EndCP	0,986↑	,857↑	1,47↓	,10↑		
SEGMENTO: Energia, água e esgoto						
Variáveis dependentes	R	R ²	D-W	ANOVA	Estatísticas de colinearidade	
					VIF	Tolerância
EndTotal	0,771↑	,433↑	1,80↓	,009↑	< 5,85 e > 1,65	>0,171 e < 0,836
EndCP	0,672↑	0,232↓	1,64↓	,091↑		
SEGMENTO: Ind. e transformação Pesada (metal, aço, motores, máquinas)						
Variáveis dependentes	R	R ²	D-W	ANOVA	Estatísticas de colinearidade	
					VIF	Tolerância
EndTotal	0,846↑	,433↑	1,73↓	,10↑	< 1,96 e > 1,05	>0,510 e < 0,949
EndLP	0,871↑	,516↑	2,56↑	,06↑		
SEGMENTO: Ind. Ligada a transportes						
Variáveis dependentes	R	R ²	D-W	ANOVA	Estatísticas de colinearidade	
					VIF	Tolerância
EndCP	0,99↑	,978↑	3,07↑	,10↑	< 20,0 e > 2,26	> 0,05 e < 0,44
SEGMENTO: Serviços diversos						
Variáveis dependentes	R	R ²	D-W	ANOVA	Estatísticas de colinearidade	
					VIF	Tolerância
EndTotal	0,686↑	0,287↓	2,25↑	,03↑	< 3,8 e > 1,21	> 0,262 e < 0,82
SEGMENTO: Telecomunicações e Tecnologia						
Variáveis dependentes	R	R ²	D-W	ANOVA	Estatísticas de colinearidade	
					VIF	Tolerância
EndTotal	1↑	0,996↑	2,46↑	,003↑	< 86 e > 1,77	> 0,012 e < 0,563
EndCP	0,996↑	0,963↑	2,316↑	0,02↑		

Fonte: Elaborado pelos autores (2019).

Com os dados da tabela 3, é possível inferir a que os três modelos são globalmente significantes, com ANOVA em 0,00% quando aplicados na totalidade da amostra, com R e R² acima de 0,30 para os modelos com variável dependente EndTotal e EndCP, tendo baixo poder de explicação o modelo da variável dependente EndLP.

Quando replicado os modelos nos 12 segmentos da amostra, somente 7 segmentos apresentaram ANOVA significativa abaixo de 11%, sendo que em nenhum segmento os três modelos de regressão se mostraram simultaneamente significantes, havendo predomínio de significância para o modelo com a variável dependente EndTotal, EndCP e EndLP respectivamente.

Quanto ao R², percebe-se que o modelo com a variável independente EndTotal tem o melhor valor de explicação para a totalidade da amostra, resultado que se repetiu em todos 12 segmentos.

Os segmentos Educação e cultura, Ind. Equip. médicos, Química e remédios, Ind. Papel, madeira, celulose, cerâmica R e R² com ajuste perfeito, já o segmento Telecomunicações e tecnologia apresentou R com ajuste perfeito e R² acima de 0,96 para os modelos com variável dependente EndTotal e EndCP, e R² de 0,66 no modelo com a variável dependente EndLP.

Os altos valores obtidos para R e R² indicam alto poder de explicação dos modelos para com a variável dependente, entretanto somente no segmento Telecomunicações e tecnologia apresentou simultaneamente altos valores de R e R² com significância de ANOVA em 3% e 2% para EndTotal e EndCP respectivamente.

A análise dos resultados dos valores obtidos para o teste de Durbin-Watson (D-W) mostra que todos os segmentos assim como a totalidade da amostra apresentaram valores de D-W próximos a 2, tendo como valores resultantes máximo 3,07 (no modelo 1, 2 e 3 no segmento Ind. Ligada a transportes) e mínimo 1,06 (no modelo 1 no segmento Alimentos), o que conforme a literatura indica que os modelos não apresentam problema de auto correlação, pois todos os valores estão próximos a 2 (GUJARATI, 2011).

Os segmentos que apresentaram piores valores de ANOVA coincidem com os segmentos com altos valores de VIF e baixos valores para a tolerância. Assim, indicando a existência de correlação e linearidade das variáveis dentro destes segmentos, pois valores de VIF acima de 10 indicam uma alta relação linear, e valores baixos de tolerância indicam a existência de multicolinearidade no modelo (GUJARATI, 2011).

Os segmentos nessas condições foram: Atividades relacionadas a imóveis, Comércio atacadista e varejista, Educação e cultura, Ind. Equip. médicos, Química e remédios, Ind. Ligada a transportes, Ind. Papel, madeira, celulose, cerâmica, e Telecomunicações e Tecnologia.

Para a análise dos resultados esperados, relativos ao sinal de associação das variáveis independentes com as variáveis dependentes de cada modelo, foram comparados os sinais esperados e alinhados com a teoria *pecking order*, sendo o sinal negativo desejável para o modelo proposto corroborando com Smaniotto, Alves e Decourt (2017). Esses autores afirmam que quanto maior endividamento total, maior é a aderência a esta Teoria, uma vez que empresas com menor aferição de lucros, seja pela atividade, ou pela aplicação destes em ativos ou distribuições de dividendos, maior é alto grau de endividamento, pois reflete um menor volume de recursos internos disponíveis para investir.

Conforme os valores obtidos de β para as variáveis explicativas, elaborou-se as tabelas 4 e 5, nas quais pode-se visualizar a manutenção ou não do tipo de associação explicativa que estas *proxies* influenciam no modelo, e a frequência de aderência (mesmo sinal) de cada uma das *proxy* em cada um dos três modelos propostos, a fim de analisar se há diferenças de associação entre os modelos.

Tabela 4 – Aderência das variáveis independentes a teoria *Pecking Order* (PO)

Proxy	Sinal Esperado	EndTotal(a)		EndCP (b)		EndLP (C)		a + b + c		
		Sinal =	%	Sinal =	%	Sinal =	%	Total de observações	Sinal =	%
Tam	-	5	42%	9	75%	1	8%	36	15	41,67%
Tang	+	7	54%	8	62%	5	38%	39	20	51,28%
OptCresc	+	3	23%	6	46%	2	15%	39	11	28,21%
RetAtiv	-	10	77%	9	69%	4	31%	39	23	58,97%
Cresc	- / +	11	100%	11	100%	11	100%	33	33	100%
Liqui	-	11	85%	12	92%	8	62%	39	30	76,92%
Risc	-	6	50%	6	50%	4	33%	36	16	44,44%
Comp	-	4	33%	7	58%	4	33%	36	15	41,67%
Total								297	163	54,88%

Fonte: Elaborado pelos autores (2019).

Nota: % de aderência a teoria *pecking order*.

Devido a *proxy* crescimento permitir sinal de associação tanto negativo quanto positivo, perfazendo que todas as observações estejam alinhadas com a teoria *pecking order*,

as considerações a seguir serão feitas excetuando-se a análise dos valores de aderência desta *proxy*.

Analisando a amostra como um todo, as *proxies* que mais mantiveram uma frequência de associação de sinal igual às associações encontradas no modelo 1 (EndTotal) aplicados na amostra tiveram-se: o RetAtiv, Liqui e Tang.

Já o modelo 2 (EndLP) apresentou as *proxies* com menor níveis de aderência a teoria *pecking order*, no qual somente a *proxy* Liqui obteve aderência de 62%, todas as demais tiveram níveis de aderência menor que 39%.

A tabela 5 expressa a aderência dos modelos 1, 2 e 3 para cada grupo de segmento de atividade da amostra.

Tabela 5 – Aderência dos modelos a teoria *Pecking Order* (PO)

	EndTotal	EndCP	EndLP
Total da amostra	62,50%	75,00%	37,50%
Alimentos	62,50%	75,00%	37,50%
Atividades relacionadas a imóveis	42,86%	71,43%	28,57%
Comércio atacadista e varejista	37,50%	50,00%	37,50%
Educação e Cultura	57,14%	57,14%	57,14%
Energia, água e esgoto	57,14%	57,14%	57,14%
Ind. e transformação Pesada (metal, aço, motores, máquinas)	75,00%	87,50%	37,50%
Ind. Equip. médicos, Química e remédios	87,50%	87,50%	25,00%
Ind. Ligada a transportes	50,00%	75,00%	12,50%
Ind. Papel, madeira, celulose, cerâmica	60,00%	80,00%	60,00%
Telecomunicações e Tecnologia	37,50%	50,00%	37,50%
Indústria - vestimentas e calçados	50,00%	12,50%	50,00%
Serviços diversos	50,00%	75,00%	50,00%

Fonte: Elaborado pelos autores (2019).

Dessa forma classificando por ordem de maior para menor nível de aderência a teoria *pecking order* tem-se o modelo 3 (EndCP) com média de 75% de aderência, o modelo 1 (EndTotal) com aderência média de 62,50% e por último o modelo 2 (EndLP) com aderência de 25%.

Esse resultado comprova a afirmação do autor Ozkan (2001) sobre resultados negativos serem alinhados com a teoria *Pecking Order*, uma vez que prevê uma preferência pelo financiamento interno e não por um financiamento externo.

Quando analisado segmento a segmento, percebe-se que o nível de aderência se altera, sendo que no modelo 1 (EndTotal) os seguintes segmentos seguem alinhados com os resultados obtidos para a amostra: Alimentos; Educação e Cultura; Energia, água e esgoto; Ind. e transformação Pesada (metal, aço, motores, máquinas); Ind. Equip. médicos, Química e remédios; Ind. Ligada a transportes; Indústria - vestimentas e calçados e Serviços diversos.

O maior número segmentos com resultados alinhados com os da amostra é o modelo 3 (EndCP) com todos os segmentos consoantes à predominância de aderência a teoria de estrutura de capital *pecking order*, exceto pelo segmento Indústria - vestimentas e calçados, o qual obteve apenas 12,50% de aderência para o modelo 3 (EndCP).

Os menores índices de aderências por segmento ficaram restritos ao modelo 2 (EndLP) com somente os segmentos Educação e Cultura; Energia, água e esgoto; Ind. Papel, madeira, celulose, cerâmica obtendo níveis de aderência superiores a 50%.

6 CONCLUSÕES

Essa pesquisa teve como objetivo geral analisar, de acordo com a teoria *pecking order*, a associação do endividamento total, de curto e longo prazo, das firmas brasileiras listadas na B3. Da análise dos resultados dos três modelos testados, pode-se concluir que os modelos 1 e

3 são globalmente aplicáveis, com R^2 acima de 30%, e aderência de 62,50% e 75% respectivamente na direção de associação das *proxies* independentes com as premissas da teoria *pecking order*.

Quando replicado os três modelos em cada um dos segmentos, perfazendo ao todo 36 replicações, das quais 80,56% retornaram R^2 superiores a 30%. O modelo 3 (EndCP) mostrou-se o com maior nível de aderência a teoria *pecking order*, tendo somente o segmento Indústria - vestimentas e calçados apresentando aderência inferior a 50%. Em contrapartida, o modelo 2 teve os menores níveis de aderência dentre os três modelos devido a influência da diferença entre o sinal de associação esperado e o obtido nas *proxies*: Tam, OptCresc, RetAtiv, Risc e Comp.

Pode-se concluir, portanto, que o objetivo geral foi alcançado em consequência do alcance dos objetivos específicos com a realização da análise dos resultados oriundos da aplicação dos três modelos de regressão linear múltipla sobre a amostra e em seus 12 segmentos de atividade.

Quanto à H1, pode-se observar que o modelo 1 (EndTotal) e modelo 3 (EndCP) comprovam a aderência da estrutura de capital as premissas da teoria de *pecking order* para maioria da amostra, valores de aderência acima de 50%. Entretanto, o modelo 2 (EndLP) não obteve êxito de expressar o alinhamento da estrutura de capital com a teoria *pecking order*. Portanto, refuta-se a H1.

Quanto à H2, infere-se que maioria dos segmentos de atividade das empresas que compõem a amostra forneceram resultados para o modelo 3 (EndCP) alinhado com a teoria *pecking order* com 92% de aderência, e não apresentou aderência no modelo 1 (EndTotal) e no modelo 2 (EndLP), tendo 50% e 25% dos segmentos apresentado aderência predominantemente a teoria *pecking order* respectivamente. Portanto, refuta-se a H2.

Dessa forma, a H3 não pode ser refutada, pois os segmentos da amostra mostraram comportamento diferente do obtido para a amostra. Tal fato evidencia que é necessário distinguir os diversos segmentos de atuação, pois cada tipo de atividade enseja estruturas de capital diferentes para o alcance dos objetivos da empresa. Por exemplo, empresas do segmento de serviços podem precisar de menos ativos imobilizados, menores quantidades de estoque, em comparação a empresas extrativistas mineradoras, industriais. Da mesma forma, os ativos necessários para cada nicho de atividade podem ser específicos monetariamente, necessitando de fontes e prazos de financiamentos diferenciados, a exemplo empresas que operam com uso de recursos tecnológicos (computadores, redes de comunicação) e empresas que operam com maquinário robusto, como construtoras e indústria têxtil.

Como contribuição, esse estudo fornece a relação associativa das práticas de governança por meio de um sistema de *compliance*, identificado pela participação no ICG-NM, o qual se associou de forma oposta a esperada em relação ao nível de endividamento em 41% das observações desta *proxy*. Esse achado pode indicar que empresas com práticas de GC aliadas a *compliance* podem optar por assumirem dívidas com terceiros, mediante o alto nível de controle e monitoramento que detém, fornecendo maior credibilidade e aptidão a adimplência perante instituições e investidores, o que aumenta suas condições de obtenção de recursos externos.

Os resultados deste trabalho contribuem ainda para o reforço de que nos estudos de estrutura de capital, os endividamentos total, de longo prazo e de curto prazo devam ter modelos econométricos diferenciados, contemplando *proxies* específicas, haja vista que o fator tempo interfere na força e no sinal da associação das *proxies*. Reconhece-se que este último contributo também se apresenta como uma limitação ao trabalho, pois devido à equivalência de variáveis independentes utilizadas nos três modelos os resultados podem ter indicado a refutação das H1 e H2.

Por fim, espera-se que os futuros estudos realizados nesta área sejam estimulados a segmentarem as empresas da amostra por ramo de atuação, além de instigar o uso de modelos econométricos distintos para o endividamento total, de longo e curto prazo. Além disso, futuras pesquisas podem sinalizar aos investidores, assim como as financiadoras quais índices fornecerem melhores bases para avaliar os termos a serem negociados na concessão de financiamentos (taxa de juros, prazo, capacidade de pagamento).

REFERÊNCIAS

AMORIM, E. N. C.; CARDOZO, M. A.; VICENTE, E. F. R. Os impactos da implementação de controles internos, auditoria e compliance no combate e prevenção à lavagem de dinheiro no Brasil. **Enfoque: Reflexão contábil**, v. 31 n. 3 p. 23-35, 2012.

ANDRADE, L. P.; SALAZAR, G. T.; CALEGÁRIO, C. L. L.; SILVA, S. S. Governança corporativa: uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 10, n. 4, 2009.

ARGENTI, P. A. **Comunicação Empresarial: a construção da identidade, imagem e reputação**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

BASTOS, D. D.; NAKAMURA, W. T.; BASSO, L. F. C. Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas na América Latina: um estudo empírico considerando fatores Macroeconômicos e Institucionais. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 10, n.6, p.47-77, 2009.

BRASIL. **Lei nº 10.406**, de 10 de janeiro de 2002. Código civil. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm. Acesso em: 05. Demar. 2019b.

BRASIL BOLSA BALCÃO – B3. **Regulamento do novo mercado**. São Paulo, 2017. Disponível em: [http://www.b3.com.br/data/files/B7/85/E6/99/A5E3861012FFCD76A_C094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20-2003.10.2017%20\(Sancoes%20pecuniarias%202019\).pdf](http://www.b3.com.br/data/files/B7/85/E6/99/A5E3861012FFCD76A_C094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20-2003.10.2017%20(Sancoes%20pecuniarias%202019).pdf). Acesso em: 1 jun. 2019.

BIELGELMAN, M. T. **Building a world-class compliance program**, Hoboken, NJ: John Wiley, 2008.

BIGINI, Fábio L. **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital das Empresas de Capital Aberto no Brasil: uma Análise em Painel**. Dissertação de Mestrado PUC-RJ, Ago. 2003.

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

CARVALHO, A. C.; ALVIM, T. C.; BERTOCCELI, R. de; VENTURINI, O. (Org.). **Manual de Compliance**. São Paulo: Forense, 20109.

CADBURY COMMITTEE. **The report of committee on financial aspects of corporate governance**. Londres: Cadbury Committee, 1992.

CHANG, Y.-K.; CHEN, Y.-L.; CHOU, R. K.; HUANG, T.-H. Corporate governance, product market competition and dynamic capital structure. **International Review of Economics and Finance**, v.38, n.1, p. 44–55, 2015.

CHEN, J. J. Determinants of capital structure of Chinese-listed companies. **Journal of Business Research**, v. 57, p. 1341- 1351, 2004.

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, 2015.

COIMBRA, M. de A.; MANZI, V. A. **Manual de Compliance**. São Paulo: Editora Atlas, 2010.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 22, n. 55, p. 45-63, jan./abr. São Paulo, 2011.

CORREA, C. A.; BASSO, L. F. C.; NAKAMURA, W. T. A Estrutura de Capital das Maiores Empresas Brasileiras: Análise Empírica das Teorias de Pecking Order e Trade-Off, Usando Painel Data. **Revista de Administração Mackenzie**, São Paulo, 2013.

DURAND, D. **Cost of Debt and Equity Funds For Business**: Trends and Problems of Measurement. *In*: Conference on Research on Business Finance. New York: National Bureau of Economic Research, 1952.

GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 6. ed. 6. reimpr. São Paulo: Atlas, 2014.

GILLIAN, S. S. L. **A survey of shareholder activism**: motivation and empirical evidence. *Contemporary Finance Digest*. v. 2, p. 10-34. 1998.

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.

GRAY, D. E. **Pesquisa no mundo real**. 2. ed. Porto Alegre: Penso, 2012.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria básica**. 5. ed. Porto Alegre: AMGH, 2011.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA - IBGC. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5.ed. São Paulo, SP: IBGC, 2015.

JENSEN, M.; 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.

KRAUS, A.; LITZENBERGER, R., A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. **Journal of Finance**, v. 28, n. 4, p. 911-922, 1973.

LAMEIRA, V. de J. J., NESS JÚNIOR, W. L. N.; MACEDO-SOARES, T. D. L. Governança corporativa: impactos no valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração**, v.42, n.1, p.64-73, 2007.

LAUREANO, G. Determinantes dos Endividamentos de Curto e Longo Prazos das Empresas Brasileiras. *In*: ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, Rio de Janeiro: ANPAD, 2008.

LODI, J. B. **Governança Corporativa**: o governo da empresa e o conselho de administração. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

MAPURUNGA, P. V. R.; PONTE, V. M. R.; OLIVEIRA, M. C. Determinantes das práticas de governança corporativa: um estudo nas empresas registradas na CVM. **Advances in Scientific and Applied Accounting**. v.8, n.3. p. 374 – 395, 2015.

MARX, K.; ENGELS, F. **Manifesto do Partido Comunista**. 9. ed. Petrópolis, RJ: Vozes, 1999.

MICHEL, M. H. **Metodologia e Pesquisa Científica em Ciências Sociais**. 3º Ed. São Paulo: Atlas, 2015.

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. 187-222, 1984.

NEVES, E. C. **Compliance empresarial: o tom da liderança**. 3º Ed. São Paulo: Trevisan editora, 2018.

ORGANIZAÇÃO PARA COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO - OCDE. **Guidelines on corporate governance of state-owned enterprises**. Paris: OECD Publishing, 2015. Disponível em: <https://www.oecdilibrary.org/docserver/9789264244160-en.pdf?expires=1539047970&id=id&accname=guest&checksum1D1CE415DE7383E65A6D5BFCDE444B6A>. Acesso em: 7 de jun. de 2019.

OZKAN, A. Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target. **Journal of Business Finance Account**, v.28, p.175-98, 2001.

PEROBELLI, F. F. C.; FAMÁ, R. Fatores Determinantes da Estrutura de Capital para Empresas Latino-Americanas. **Revista de Administração Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 7, n. 1, p. 9-35, 2003.

PINHEIRO, B. G.; VASCONCELOS, A. C. de; LUCA, M. M. M.; CRISÓSTOMO, V. L. Estrutura de Capital e Governança Corporativa nas Empresas Listadas na BM&FBovespa. **REPeC**, v. 11, n. 4, p. 451-466, 2017.

RAMOS, G. M.; MARTINEZ, A. L. Governança corporativa e gerenciamento de resultados contábeis. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO (ENANPAD), 30., 2006, Salvador. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2006.

SILVA, E. C. **Governança Corporativa nas empresas**. 4ª Ed. São Paulo: Atlas, 2015.

SILVEIRA, A. M. **Governança Corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação de desempenho das empresas no Brasil**. Orientador: Rubens Famá. 2004. 250 f. Tese (Doutorado em Administração). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de São Paulo, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SILVEIRA, A. M.; PEROBELLI, F. F. C.; BARROS, L. A. B. C. Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 12, n. 3, art. 7, p. 763-788, 2008.

SILVEIRA, R. de M. J.; SAAD-DINIZ, E. **Compliance, direito penal e lei anticorrupção**. 1 ed. São Paulo: Saraiva, 2015.

SMANIOTTO, E. N. ; ALVES, T. W.; DECOURT, R. F. Determinantes da estrutura de capital nas ofertas primárias iniciais de ações no Brasil: uma análise com dados em painel. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 37 – Edição Suplementar, p. 67-84, 2018.

WAGNER, J.; STEMPERT, L.; FUBARA, E. Board composition and organizational performance: two studies of insider/outsider effects. **Journal of Management Studies**, v.35, p. 655-677, 1998.

ZYSMAN, J. **Governments, markets and growth**. Londres: Cornell University Press, 1983.