

# **Endividamento: uma discussão sobre o comportamento das empresas listadas no segmento de governança corporativa da BM&FBOVESPA**

**Fagunes Ferreira de Moura**  
fagunesferreira@hotmail.com  
UFPE

**Marcelo dos Santos Alves**  
marcelosnal@hotmail.com  
UFPE

**Renata Gusmão de Luna**  
renatagusmaoluna@yahoo.com.br  
UFPE

**Resumo:** Este trabalho tem como objetivo realizar uma investigação a respeito da existência da correlação entre a rentabilidade e o endividamento, considerando o nível de governança corporativa da BM&FBOVESPA. Como população foi escolhida as empresas do Nível 1, do Nível 2 e do Novo Mercado, listadas na BM&FBOVESPA, com o intuito de analisar a influência da concentração acionária das empresas na sua performance. Para construção deste trabalho foi realizada uma investigação documental de trabalhos realizados anteriormente que versassem sobre rentabilidade, endividamento e governança corporativa. Além disso, foi feita captação das informações referentes às demonstrações financeiras, do período 2009 a 2011, a partir do site da BM&FBOVESPA, da CVM e nos relatórios das empresas disponibilizados em seus sites. A pesquisa foi delineada sob o aspecto quantitativo, a partir da correlação e da regressão linear entre os indicadores de rentabilidade e endividamento, por meio dos softwares Statística 7.0 e SPSS 18. Como resultado, foi observada a tendência de correlação negativa e pouco significativa entre retorno e endividamento, que vem apoiar os argumentos desenvolvidos pela teoria do pecking order, deixando indícios de que a mencionada teoria tende a ser mais consistente ao explicar o comportamento da estrutura de capital das empresas listadas no nível de governança corporativa da BM&FBOVESPA, no período analisado.

**Palavras Chave: Endividamento - Níveis de Governança - Pecking Order - -**

## 1 INTRODUÇÃO

Com o desenvolvimento e o crescimento da economia mundial, ocorreram muitas mudanças no panorama empresarial, destaque para o aperfeiçoamento e a reconfiguração dos modelos de gestão, que passaram a contar com mecanismos cada vez mais eficientes, como a busca de redução de riscos internos e externos inerentes ao negócio, a gestão do conflito de interesses, a redução da volatilidade dos resultados, a busca pelo fortalecimento na relação com os acionistas (*shareholders*) e as outras partes interessadas (*stakeholders*), a transparência e a conquista da credibilidade dos investidores e da sociedade em geral. Tais mecanismos são hoje considerados bases estratégicas da criação de valor oriundas da governança corporativa.

No Brasil, tais mudanças começaram a ser exploradas em dezembro de 2000, a partir da criação dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa pela Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBOVESPA), de maneira que a adesão aos mencionados níveis indicasse um esforço das empresas em aprimorar os seus mecanismos de governança, e com isso obter uma significativa melhoria na relação com os investidores, bem como, elevar o potencial da valorização da riqueza empresarial. Dessa forma, a governança corporativa é uma temática abrangente e muitos pesquisadores vêm buscando mensurar a importância dessa abordagem sobre o desempenho das empresas, especialmente no que diz respeito à estrutura de capital das mesmas (KAPPLER; LOVE, 2002; OKIMURA, 2003; LEAL, CARVALHAL-DA-SILVA, 2004).

O livro *The Modern Corporation and Private Property*, de Means e Berle (1932), é evidenciado pela literatura da governança corporativa com um marco teórico nessa temática, apesar de esses autores não terem utilizado essa expressão em sua obra (ÁLVARES; GIACOMETTI; GUSSO, 2008). Means e Berle (1932) abordaram em seu livro, basicamente, a questão relacionada à separação entre propriedade e controle, particularmente nas empresas de capital aberto.

Com a separação entre propriedade e controle nas organizações, surgem os chamados problemas de agência. A partir de então, surgiram vários estudos tratando dessa abordagem, ou seja, a teoria de agência, entre eles Jensen e Meckling (1976); Shleifer e Vishny (1997); La Porta *et al.* (1998); La Porta, Lopes-de-Silanes e Shleifer (1999). Entretanto, até o momento não há na literatura um estudo de natureza conclusiva e definitiva em que questionamentos não possam ser feitos.

Verificar fatores que impactam na estrutura de capital de empresas listadas nos segmentos de governança corporativa é o objetivo central deste trabalho, sendo a teoria da estrutura de capital é um tema proeminente na literatura de finanças, cujos trabalhos de Modigliani e Miller (1958; 1959; 1963) são considerados pela mesma como os expoentes dessa abordagem, haja vista que os autores enfatizaram que o modo pela qual as empresas são financiadas, considerando certas condições – ausência de custos de falência, ausência de assimetria de informação, custos de agência etc. –, é irrelevante. A importância dessa temática para a teoria de finanças fez com que vários pesquisadores estudassem os fatores determinantes da estrutura de capital das empresas, por exemplo, Remmers *et al.* (1974); Ferri e Jones (1979); Myers e Majluf (1984); Myers (1984); Titman e Wessels (1988); Rajan e Zingales (1995).

A temática envolvendo a estrutura de capital das empresas é um dos temas que mais tem chamado à atenção dos pesquisadores na área de finanças corporativas. Entre os vários trabalhos, destacam-se duas significativas contribuições teóricas de Myers (1984): a teoria do *trade-off* e a teoria do *pecking order*.

Portanto, considerando que as empresas que adotaram as normas de conduta de governança corporativa da BM&FBOVESPA o fazem ao considerar o aumento no seu desempenho empresarial e, conseqüentemente, o reflexo positivo na rentabilidade, e que essas empresas devem considerar a possibilidade das duas fontes de captação de recursos, própria e/ou de terceiros, percebe-se a relevância do assunto em estudo. Logo, o objetivo desse artigo é analisar a relação entre endividamento e rentabilidade, liquidez e retorno sobre capital próprio, a partir da investigação da existência de correlação e coeficientes de regressão, sejam eles positivos ou negativos, tendo como justificativa a ampliação da discussão dessa temática para a literatura.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

O tema de que trata a investigação proposta envolve aspectos teóricos e práticos que subsidiam o objeto investigado. Primeiramente, optou-se por abordar os aspectos teóricos da governança corporativa, em seguida aspectos teóricos e práticos de análise financeira, contemplando mais especificamente a estrutura de capital e rentabilidade. E por fim, foi dada ênfase aos subsídios teóricos que podem explicar a possível correlação entre endividamento e rentabilidade, liquidez e retorno sobre capital próprio.

### 2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA

Consoante a Cartilha de Recomendações sobre Governança Corporativa da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) (2002, p.1), governança corporativa pode ser definida como sendo “o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital”.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2010) define a governança corporativa como sendo um sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os acionistas e os cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal.

Já autores como Caldbury Report (1992, p. 14), Shleifer e Vishny (1997), La Porta, Lopes-de-Silanes e Shleifer (1999, p. 6), Lodi (2000, p. 13), tratam a governança corporativa como sistema de relacionamento entre empresa-investidor com o objetivo de proteção destes, pela divulgação de informações por parte daquela. Ressalte-se o envolvimento de outros agentes como auditores, funcionários responsáveis pelas informações.

Grün (2003) preconiza que a governança corporativa é uma nova maneira de se organizar as relações entre as empresas e o mercado financeiro e que esta predica a transparência contábil das empresas e o respeito dos direitos dos acionistas minoritários.

Andrade e Rossetti (2004) resumem os diversos conceitos de governança corporativa a partir de expressões-chave que procuram definir sua diversidade e abrangência:

- a equidade (*fairness*);
- a transparência (*disclosure*);
- a prestação de contas (*accountability*); e
- *compliance* ou obediência e cumprimento das leis do país.

Voltando-se ao Brasil, no ano de 2000, a BM&FBOVESPA decidiu criar os níveis que exigiam um maior comprometimento com as chamadas “boas práticas de governança corporativa” para as empresas que são negociadas na bolsa:

- Nível 1 (com menor grau de exigências);
- Nível 2;

- Novo Mercado (com maior grau de exigências).

Os mencionados segmentos especiais de listagem das empresas em forma de níveis diferenciados de governança corporativa foram desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, simultaneamente, o interesse dos investidores e a valorização das companhias.

Vale salientar que o simples fato de uma empresa aderir a um dos mencionados níveis de governança corporativa não irá representar diretamente um impacto positivo no seu desempenho, porém eles assumem compromissos adicionais que propiciam uma redução na percepção de risco dos investidores, o que invariavelmente, leva a uma melhoria no seu desempenho.

### 2.1.1 Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa

Dependendo do grau do compromisso assumido, dar-se-á a adesão das companhias ao Nível 1 ou ao Nível 2 de governança corporativa. Dessa forma, a concordância é formalizada por meio de um contrato entre a companhia e a BM&FBOVESPA.

No Nível 1, as companhias devem apresentar melhorias na prestação de informações ao mercado e promover a dispersão do controle acionário. No referido nível, outras obrigações adicionais à legislação devem ser atendidas, tais como:

- Adicionar às Informações Trimestrais (ITRs), entre outras, as demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa;
- Adicionar às Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs), melhoria nas informações relativas a cada exercício social;
- Adicionar às Informações Anuais (IANs) a quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de acionistas controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal, bem como a evolução dessas posições;
- Melhoria nas informações prestadas, disponibilizado ao público informações corporativas entre outras:
  - Realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano;
  - Apresentação de um calendário anual, do qual conste a programação dos eventos corporativos, tais como assembleias, divulgação de resultados etc.;
  - Divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas;
  - Divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores;
  - Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% (vinte e cinco por cento) do capital social da companhia;
  - Quando da realização de distribuições públicas de ações, adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital.

No Nível 2, as companhias comprometem-se a cumprir as exigências estabelecidas para o Nível 1 e, adicionalmente, adotam um conjunto de regras mais amplo de práticas de governança, priorizando e ampliando os direitos dos acionistas minoritários. A seguir são apresentadas algumas obrigações adicionais para participação neste nível:

- “Divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS (*International Financial Reporting Standards*) ou US GAAP (*United States Generally Accepted Accounting Principles*)”;

- Conselho de Administração com mínimo de 5 (cinco) membros e mandato unificado de até 2 (dois) anos, permitida a reeleição. No mínimo, 20% (vinte por cento) dos membros deverão ser conselheiros independentes;
- Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, tais como, transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo sempre que, por força de disposição legal ou estatutária, sejam deliberados em assembleia geral;
- Extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 80% (oitenta por cento) deste valor para os detentores de ações preferenciais (*tag along*);
- Realização de uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível;
- Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.

### 2.1.2 Novo Mercado

Empresas que se comprometem em adotar e utilizar um conjunto de regras societárias mais exigentes do que as presentes na legislação, ou seja, medidas de governança corporativa adicionais às exigidas pela legislação brasileira, participam de um segmento denominado de Novo Mercado. Tais regras aumentam os direitos dos acionistas e melhora a qualidade das informações prestadas para os usuários externos.

De acordo com a BM&FBOVESPA (2010), a premissa básica do Novo Mercado é “valorização e a liquidez das ações são influenciadas positivamente pelo grau de segurança oferecido pelo direito concedidos aos acionistas e pela qualidade das informações prestadas pelas companhias”.

Para participar do Novo Mercado a firma deve possuir apenas ações ordinárias. A BM&FBOVESPA (2010) cita outras obrigações adicionais que as companhias possuem, além das já expostas nos Nível 1 e 2, dentre elas:

- “Extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia (*tag along*)”;
- Realização de uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado;
- Conselho de Administração com mínimo de 5 (cinco) membros e mandato unificado de até 2 (dois) anos, permitida a reeleição. No mínimo, 20% (vinte por cento) dos membros deverão ser conselheiros independentes;
- Realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano.

## 2.2 ANÁLISE FINANCEIRA

Independente do seu porte, as organizações deixaram de ser entidades simples, normalmente constituídas por um único proprietário, transformando-se em entidades complexas, formadas por diversos acionistas, cujas decisões perpassam pela análise de diversos *stakeholders* (KLANN; BEUREN; HEIN, 2007).

Além disso, consoante Hoji (2004), o aumento da competitividade e as constantes mudanças no ambiente empresarial requerem um instrumental sofisticado no que se refere à

gestão financeira. Grandes empresas possuem um departamento financeiro encarregado de tratar especificamente desse assunto, enquanto que nas pequenas e médias essa atividade pode ser desenvolvida pelo setor de contabilidade ou até mesmo pelos seus proprietários.

À luz destas considerações, empresas intensificam o reconhecimento da informação como um importante recurso às organizações, motivando assim, a evolução e o aperfeiçoamento dos relatórios financeiros, que a partir de uma análise criteriosa, auxiliam o processo de tomada de decisão.

### 2.2.1 Indicador de Rentabilidade

Todos os recursos financeiros propiciados por investidores e credores são aplicados em valores ativos, que são os responsáveis pelas atividades operacionais geradoras de novos recursos e de resultados. Logo, rentabilidade é uma medida de desempenho que tem a função de comparar o resultado obtido com os mencionados valores ativos, apontando o retorno do investimento.

Consoante Postigo (1985, p. 21), embora o indicador em questão não forneça todas as informações sobre o desempenho empresarial, “é capaz de resumir, de forma compacta e imediata, os efeitos dos diversos fatores que influenciam a atividade da empresa”. Por este motivo, deve ser visto como indicador de tendências em relação ao desempenho empresarial.

A medida de rentabilidade, utilizada para obtenção de informações acerca do retorno das empresas, objeto de estudo deste artigo, é a medida que avalia a perspectiva de desempenho operacional das empresas, conhecida e aceita tradicionalmente no mundo dos negócios como retorno sobre o investimento (ROI), que é representada pelo quociente apresentado na Figura 1. Quanto maior for o valor calculado do ROI, melhor a situação da empresa em relação ao seu desempenho operacional.

$$ROI = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$$

**Fórmula 1:** Taxa de Retorno sobre Investimentos  
**Fonte:** Marion (2009, p. 130)

Outro indicador de rentabilidade considerado no artigo é o retorno do capital próprio ou do patrimônio líquido (ROE), que é apresentado na Figura 2. Como o ROE está diretamente relacionado aos interesses dos proprietários, o mesmo é tido como uma das principais medidas de rentabilidade, haja vista que ele tem por finalidade medir o retorno obtido sobre os recursos líquidos da empresa (KASSAI *et al.*, 2007).

- Retorno do capital próprio: mede o retorno obtido no investimento em relação ao capital próprio (GITMAN, 2010). Segue abaixo a fórmula para obtenção do ROE:

$$ROE = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

**Fórmula 2:** Retorno do Capital Próprio  
**Fonte:** Kassi *et al.* (2007, p. 184)

Haja vista que o ROE tem por finalidade medir o retorno sobre o patrimônio líquido, quanto maior for o seu valor, melhor será para os acionistas.

Assaf Neto (2007) salienta que os analistas em geral dispensam grandes atenções aos indicadores de rentabilidade, os quais costumam exercer significativa influência sobre as decisões que envolvem a empresa que está sendo analisada, tomadas tanto no mercado de crédito como no mercado acionário.

### 2.2.2 Índices de Liquidez

Os índices de liquidez procuram explicitar a capacidade de uma empresa pagar suas dívidas de curto prazo tão logo que as mesmas vençam (MORANTE, 2009). São indicadores relacionados à solvência da empresa, ou seja, dizem respeito à capacidade da empresa honrar suas obrigações de curto prazo. O presente estudo aborda dois desses índices: a liquidez corrente e a liquidez geral. As informações necessárias para os cálculos desses índices são oriundas do balanço patrimonial.

- Índice de liquidez corrente (ILC): é considerado um dos mais citados e reflete a capacidade da empresa cumprir suas obrigações de curto prazo (GITMAN, 2010). Segue abaixo a Figura 3 com a fórmula para sua obtenção:

$$ILC = \frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$$

**Fórmula 3:** Índice de Liquidez Corrente  
**Fonte:** Iudícibus e Marion (2011, p. 136)

Em geral, o índice de liquidez corrente é considerado ótimo quando maior for o seu valor, isto é, mais a empresa é considerada líquida.

- Índice de liquidez geral (ILG): sua função é indicar a saúde financeira de curto e longo prazo da empresa, ou seja, pagar todas as suas contas sem ter que recorrer ao seu ativo permanente (MORANTE, 2009). Abaixo, tem-se a Figura 4 que mostra a forma de obtenção do índice:

$$ILG = \frac{\text{Ativo Circulante} + \text{Realizável a Longo Prazo}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a Longo Prazo}}$$

**Fórmula 4:** Índice de Liquidez Geral  
**Fonte:** Iudícibus e Marion (2011, p. 138)

Da mesma forma que o índice anterior, quanto maior o índice de liquidez geral, maior será a segurança para os credores.

### 2.2.3 Indicadores de Endividamento e Estrutura de Capital

De acordo com Assaf Neto (2009, p. 227), “são os indicadores utilizados basicamente, para aferir a composição (estrutura) das fontes passivas de recursos de uma empresa”. Ilustram quanto de recursos próprios (patrimônio líquido) e quanto de recursos de terceiros (passivos) são utilizados para financiar os ativos totais de uma empresa. Vale salientar que, em ambos os casos, os emprestadores têm uma expectativa de retorno, no mínimo justa, pela aplicação despendida.

O indicador de endividamento utilizado para obtenção de informações acerca da estrutura de capital das empresas objeto de estudo deste artigo, é o indicador que vai medir a

quantidade do endividamento, também conhecido por dependência financeira. O referido indicador “mede o percentual dos recursos totais da empresa que se encontram financiados por capital de terceiros” (ASSAF NETO, 2009, p. 227), cujo quociente é apresentado na Figura 5:

$$\text{Quantidade} = \frac{\text{Exigível Total}}{\text{Ativo Total}}$$

**Fórmula 5:** Quantidade de dívida

**Fonte:** Marion (2009, p. 95)

Quanto maior for o valor calculado, maior a dependência financeira em relação ao capital de terceiros.

### 2.3 GESTÃO FINANCEIRA NAS ORGANIZAÇÕES

Nas pesquisas em finanças corporativas, estrutura de capital é um dos temas mais recorrentes, desde o trabalho de Modigliani e Miller, publicado em 1958, que depois foi complementado por outro artigo publicado em 1963, onde se afirmava que a estrutura de capital não altera o valor da firma. Apesar disso, o debate não se esgota em busca de uma resposta definitiva sobre as questões que envolvem as decisões de financiamento das empresas.

Conforme Junqueira, Bertucci e Bressan (2005), a ausência de respostas definitivas acerca da melhor composição entre capitais próprios e de terceiros às diversas organizações existentes denota a importância do tema objeto deste estudo no campo de finanças. Neste sentido, diversos estudos têm sido desenvolvidos, propiciando o surgimento de teorias com posicionamentos distintos. As principais delas serão tratadas a seguir.

#### 2.3.1 Teoria de agência

Segundo Jensen e Meckling (1976), uma empresa que recorre muito ao uso de dívidas faz com que os credores, precavendo-se de uma possível expropriação de riqueza, exijam um custo financeiro mais alto sobre as suas dívidas. Da mesma forma, na medida em que as empresas sejam pouco endividadas, isto induz a que os acionistas minoritários da empresa também com temor de serem lesados, cobrem um retorno mais elevado sobre o capital investido.

Para Junqueira, Bertucci e Bressan (2005), a teoria da agência tem seu foco nos conflitos que ocorrem nas empresas devido às divergências de interesses entre alguns atores que influenciam as decisões da organização. Ainda de acordo com eles, invariavelmente esses conflitos são movidos por preferências distintas no que diz respeito a itens relevantes.

A ideia é de que os acionistas da empresa que têm poder para tomar decisão sobre os negócios da própria empresa tratarão de agir sempre visando seu benefício próprio, em detrimento do interesse de terceiros. Diante desse conflito de interesses, aqueles que não têm poder para influir na administração da empresa tratam de se precaver através de restrições impostas nos contratos de emissão de títulos e de financiamento. Essas medidas reduzem o custo de *agency* cobrado nas taxas de retorno, mas, por outro lado, afetam negativamente a capacidade da empresa em se aproveitar de boas oportunidades de investimento, o que não deixa de representar um custo (implícito) devido a relações de agência.

Ao desenvolverem um estudo acerca da alavancagem financeira como estratégia de financiamento do processo de crescimento de empresas brasileiras de capital aberto, Junqueira, Bertucci e Bressan (2005) comentam que Titman e Wessels (1988), e, mais tarde,

Hart e Morre (1995) visualizam a utilização de um elevado nível de endividamento na estrutura de financiamento da empresa como um inibidor dos impulsos que executivos por ventura possam vir a ter no inadequado emprego de recursos financeiros. Corroborando com a ideia de que os administradores tendem a ser mais cautelosos em suas decisões se a companhia tiver assumido compromissos perante terceiros.

### 2.3.3 Teoria do *pecking order*

Myers e Majluf (1984) desenvolveram uma teoria sobre a estrutura de capital, onde existe uma hierarquia na decisão do financiamento das corporações. O modelo parte do pressuposto de que existe assimetria de informações entre indivíduos internos e externos da companhia, sendo custoso para os gestores divulgar informações sobre a empresa. Ou seja, ainda de acordo com os autores, os administradores possuem informações que não são conhecidas pelo mercado. Dada essa situação assimétrica, os investidores do mercado tendem a interpretar certas decisões dos administradores como sendo sinais de boas ou más notícias.

A partir da assimetria mencionada anteriormente, Myers e Majluf (1984) criaram a denominada teoria do *pecking order*, segundo a qual as empresas seguem uma hierarquia de fontes de recursos, optando em primeiro lugar por recursos gerados internamente, em segundo lugar pela emissão de novas dívidas e só em terceiro lugar pela emissão de novas ações. Fundos gerados internamente é tal como novas ações, recursos relacionados à capital próprio.

Conforme Myers (1984), considerando a existência dessa ordem de preferência com relação às fontes de recursos financeiros, não há uma meta de endividamento bem definida, uma vez que existem dois tipos de recursos próprios: um interno e outro externo, e um se posiciona no topo da lista de preferência dos gestores e o outro no final, seguindo assim uma hierarquia de preferência. Logo, para minimizar os custos dessa assimetria, as firmas financiam seus investimentos seguindo uma ordem hierárquica de recursos: recursos próprios, títulos sem risco, títulos arriscados e, por último, emissão de novas ações.

Myers (1984) defende que, no modelo *pecking order*, as empresas não possuem metas de endividamento. As empresas não têm nenhum interesse em aumentar o nível de endividamento quando os fluxos de caixa são positivos e suficientes para financiar, com baixo risco, os futuros investimentos. Portanto, espera-se que o endividamento decresça quando investimentos não excederem os lucros.

## 3 METODOLOGIA

Para construção deste trabalho foi realizada, a princípio, uma investigação documental, levantando-se trabalhos realizados anteriormente que versassem sobre rentabilidade, endividamento e governança corporativa. Sendo encontrados artigos científicos, livros e sites, conforme disposto no referencial teórico.

O estudo aborda uma pesquisa empírico-analítica, uma vez que é um estudo prático voltado para o tratamento quantitativo de dados através do uso de técnicas estatísticas e econométricas. Assim, Martins (2002) escreve que as tipologias do estudo empírico-analítico são abordagens que apresentam em comum a utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados marcadamente quantitativos, em que a validação da prova científica é buscada através de testes de instrumentos, graus de significância e sistematização das definições operacionais; portanto privilegiando estudos práticos.

Em se tratando da fundamentação teórica, o artigo teve como base uma pesquisa bibliográfica (fontes secundárias), abordando assuntos sobre retorno do capital próprio,

endividamento e governança corporativa. Nesse sentido, Martins (2002, p. 35) ensina que “a pesquisa bibliográfica, trata-se de estudo para conhecer as contribuições científicas sobre determinado assunto”. Tem como objetivo recolher, selecionar, analisar e interpretar as contribuições teóricas já existentes sobre determinado assunto.

Os dados empíricos processados neste estudo tiveram origem na população das companhias listadas na BM&FBOVESPA, considerado o nível de governança, ou seja, população do Nível 1, do Nível 2 e do Novo Mercado. Todas as informações envolvidas para o cálculo do endividamento, do Retorno sobre Investimento (ROI), liquidez corrente (LC), liquidez geral (LG) e Retorno do Capital Próprio (ROE) se restringiram aos dados pesquisados no *site* da BM&FBOVESPA, ou seja, foram coletadas das demonstrações contábeis disponíveis no banco de dados da referida bolsa. Portanto, todos os dados foram obtidos de fontes secundárias. É importante salientar que os mencionados dados dizem respeito às demonstrações contábeis não consolidadas, já que o objetivo do estudo prioriza a análise do desempenho das empresas sem influências de outras empresas das quais participem, bem como, tais dados foram coletados em moeda original sem nenhum procedimento de correção.

No que concerne ao período de tempo relativo à coleta dos dados, os mesmos foram coletados nos meses de abril e maio do corrente ano, 2013.

O período base para análise foi o intervalo de três anos de efetiva participação nos níveis de governança. Foi compreendido o período entre o ano de 2009 e o ano de 2011, onde foram realizadas as análises em períodos anuais, totalizando três anos. Não foi possível trabalhar com uma amostra e um período maior, devido ao reduzido número de companhias pertencentes aos segmentos de governança corporativa da BMF&BOVESPA.

Verificou-se a existência de valores extremos (*outliers*), desse modo, os *outliers* identificados foram rejeitados, bem como, as empresas que apresentaram prejuízos, em razão de inconsistência nos dados para cálculo do ROI. Também foram eliminadas as empresas para as quais não havia informações de pelo menos um dos indicadores pesquisados. Assim, a amostra que originalmente foi composta por 176 empresas brasileiras integrantes do segmento de governança corporativa da BM&FBOVESPA foi reduzida para 111 companhias.

Foram realizadas algumas estatísticas descritivas das variáveis em estudo, obtendo-se valor máximo, mínimo, média e desvio padrão, para todas as empresas pertencentes à amostra. Posteriormente, foi realizada uma nova análise diferenciando-se entre os três níveis de governança corporativa em relação à variável endividamento, na tentativa de identificar como os diferentes níveis de governança corporativa diferenciam-se em seu grau de alavancagem.

Buscou-se verificar se a diferenciação encontrada entre a média de endividamento entre os três níveis de governança corporativa seria uma diferenciação estatisticamente significativa. Para tanto, efetuou-se testes de hipóteses entre os grupos das empresas pertencentes ao Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 de governança corporativa. O teste de hipóteses escolhido foi o teste de Mann-Whitney U, por se tratar de dados não paramétricos e ser a comparação desejada não pareada.

Foi realizada a correlação entre as variáveis de estudo, no intuito de verificar a adequação e a influência exercida mutuamente. Foi utilizada a correlação de *Pearson*, por algumas das variáveis apresentarem distribuição não paramétrica.

Com o intuito de formar um modelo de previsão em relação ao endividamento nos três níveis de governança corporativa, realizou-se uma regressão linear múltipla entre a variável dependente “endividamento” e as demais variáveis do estudo. A diferenciação entre os três níveis de governança corporativa foi inclusa na regressão através de variáveis *dummies*, que

assumiriam valores “0” ou “1” de acordo com o nível de governança corporativa que se estivesse fazendo a análise.

Para suporte da operacionalização de todos esses testes e das análises estatísticas, foram utilizados os *softwares* *Statistica* versão 7.0 e *Statistical Package for the Social Sciences* (SPSS) versão 18.

#### 4 RESULTADOS

Uma vez apurados, “os dados e as informações deverão ser analisadas, visando à solução do problema de pesquisa proposto, o alcance dos objetivos colimados, bem como utilizados para se testar as hipóteses anunciadas” (MARTINS, 2002, p. 55).

Neste capítulo serão apresentados os dados dos resultados obtidos através da respectiva análise, levando em consideração a metodologia discutida no capítulo anterior. Primeiramente os dados relativos aos indicadores mencionados foram tabulados, com o intuito de verificar empiricamente a existência de correlação entre o nível de Endividamento, rentabilidade (ROI), liquidez corrente (LC), liquidez geral (LG) e retorno do capital próprio (ROE) de 111 empresas que integram segmento de governança corporativa da BM&FBOVESPA.

As 111 companhias analisadas apresentam, em média, endividamento, rentabilidade Sobre vendas, liquidez corrente, liquidez geral e retorno do capital próprio de 42,16%, 9,31%, 2,51%, 1,59% e 0,17% com um desvio padrão de 23,40%, 7,11%, 3,34%, 2,21% e 0,17% respectivamente, conforme a Tabela 1, abaixo:

**Tabela 1: Estatística Descritiva das Variáveis em Estudo**

	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
Endividamento	1,39	93,72	42,1605	23,40961
ROI	,59	46,39	9,3191	7,10976
LC	,26	24,98	2,5126	3,34771
LG	,11	14,28	1,5978	2,21467
ROE	,02	1,50	,1787	,17612

Com relação à média de endividamento em relação ao nível de governança corporativa das empresas estudadas, o nível de governança Novo Mercado teve uma média de 38,33% de endividamento, sendo o nível de governança corporativa de menor média de endividamento. O Nível 1 de governança corporativa teve média de 47,39% de endividamento. A Partir dos dados que constam na tabela 2, abaixo, o Nível 2 de governança corporativa apresentou uma média de endividamento de 55,12%, a maior média de endividamento entre os níveis de governança corporativa. Segue abaixo a Tabela 2 com os dados encontrados:

**Tabela 2: Média de Endividamento por Segmento de Governança Corporativa**

	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
Novo Mercado	76	1,39	93,72	38,3275	21,57957
Nível 1	21	10,94	92,29	47,3890	24,83038
Nível 2	14	4,54	89,85	55,1250	26,28327

Na tentativa de verificar diferenças estatisticamente significativas no endividamento entre os diferentes níveis de governança corporativa, foi feito o teste de hipótese de Mann-Whitney U, por se tratar de dados não paramétricos e não pareados. Os resultados

encontrados mostraram diferença estatisticamente significativa a um nível de 5% entre os níveis de governança corporativa de Novo Mercado e o Nível 2, conforme a Tabela 3 com resultados descritos abaixo:

**Tabela 3: Teste de Hipótese Mann-Whitney U entre Novo Mercado e Nível 2 de Governança Corporativa**

Rank Sum Novo Mercado	Rank Sum Nível 2	U	Z	p-value	Z adjusted	p-value	Valid N Novo Mercado	Valid N Nível 2	2*1 sided exact p
3254,00	841,00	328,00	-2,26550	0,023483	-2,26550	0,023483	76	14	0,022332

Com isso, apesar da diferença entre a média de endividamento entre os três níveis de governança corporativa, a única diferença estatisticamente significativa a um nível de 5% está entre o nível do Novo Mercado, este com menor nível de endividamento, e entre o Nível 2, este com maior nível de endividamento. Esta diferenciação pode esta respaldada justamente no nível informacional em que os mesmos são obrigados a se ajustar.

Se por um lado o alto nível informacional pode fazer com que uma empresa deseje tornar-se menos endividada e consiga passar imagem de credibilidade para os acionistas, aumentando a sua credibilidade e potencialmente diminuindo seus custos na emissão de novas ações, do outro lado o nível informacional pode potencializar a possibilidades de endividamento externo, estimulando a empresa a tornar-se mais alavancada, por haver maior facilidade de acesso a endividamento.

Essa possibilidade de maior facilidade na emissão de novas ações e a possibilidade de acesso facilitado ao endividamento externo pode ter causado a diferenciação percebida entre o níveis Novo Mercado e Nível 2 de governança corporativa, sendo essa possibilidade melhor visualizada quando analisada pela perspectiva do *pecking order*.

Conforme a Tabela 4, exposta abaixo, que mostra a matriz de correlação de *Pearson* entre as variáveis do estudo, verificou-se que a correlação entre endividamento, que é a variável dependente, com as seguintes variáveis: rentabilidade, com coeficiente de correlação -0,481; lucratividade corrente, coeficiente -0,470; e liquidez geral, coeficiente -0,367, tiveram uma correlação média e negativa, o que significa que quando essas variáveis independentes tem seu valor aumentado, a tendência é que o endividamento diminua, ou vice-versa. No que diz respeito a variável retorno do capital próprio, ela apresentou uma correlação baixa, porém positiva, indicando que quando o seu valor aumenta, o valor de endividamento também aumenta, ou vice-versa. De acordo com os resultados das correlações, as variáveis não apresentam multicolinearidade entre si.

**Tabela 4: Matriz de Correlação entre as variáveis do estudo**

	Endividamento	ROI	LC	LG	ROE
Endividamento	1,000	-,481**	-,470**	-,367**	,213*
ROI	-,481**	1,000	,204*	,244**	,647**
LC	-,470**	,204*	1,000	,637**	-,140
LG	-,367**	,244**	,637**	1,000	,076
ROE	,213*	,647**	-,140	,076	1,000

\*\* Correlações Significantes ao Nível de 0.01

\* Correlações Significativas ao Nível de 0.05

Foi realizada uma regressão linear múltipla entre a variável dependente endividamento e as variáveis independentes rentabilidade, liquidez corrente, liquidez geral, e retorno do capital próprio. No entanto, a variável liquidez geral não apresentou significância no resultado da regressão, sendo desta forma excluída, restando como variáveis independentes a rentabilidade, liquidez corrente e retorno do capital próprio na obtenção da regressão múltipla.

Com o intuito de incluir variáveis qualitativas que definissem o segmento de Governança Corporativa a que as empresas analisadas pertencem, foram incluídas variáveis *dummies*. A inclusão dessas variáveis seguiu o intuito de identificar a presença ou ausência a determinado nível de governança corporativa. Sendo assim, a equação seguiria o seguinte modelo:

$$Y = \alpha + \beta_1 D_1 + \beta_2 D_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + u$$

A equação encontrada para os dados foi a seguinte:

$$Y = 49,44 + 5,48D_1 + 7,35D_2 - 2,73ROI - 1,27LC + 108,89ROE + u$$

Na equação acima, o  $Y$  indica o nível de endividamento da empresa.  $D_1$  e  $D_2$  indicam as variáveis inclusas para denotação da qualificação em governança corporativa. Se  $D_1 = 1$ , está-se tratando de empresas do Nível 1 de governança corporativa; se  $D_2 = 1$ , está-se tratando do Nível 2 de governança corporativa; se  $D_1 = 0$  e  $D_2 = 0$ , está-se tratando do Novo Mercado em governança corporativa. A variável ROI indica a rentabilidade; LC indica liquidez corrente; LG liquidez geral; e ROE retorno do capital próprio.

O sinal negativo dos coeficientes de ROI e LC indica que estas variáveis apresentam uma relação inversa ao endividamento, ou seja, o endividamento tende a aumentar a partir da redução da participação destas variáveis independentes. O inverso ocorre para a variável ROE, em que seu valor positivo demonstra que quando seu valor aumenta o endividamento também aumenta. Porém, admitindo-se a realização de uma regressão linear múltipla a um nível de significância de 95%, bem como a constatação de índices de desvios padrão altos, especialmente para a rentabilidade, os resultados conduzem à constatação de alta variabilidade dos indicadores utilizados na pesquisa.

Adicionalmente são apresentados alguns dados acerca da estatística de regressão linear múltipla entre as variáveis para as 111 empresas da amostra. A partir das informações constantes da Tabela 5, abaixo, especificamente o valor do  $R^2$  ajustado, depreende-se que as variações do nível de endividamento são explicadas boa parte pelas variáveis independentes. Porém, ainda outra parte significativa da variação do endividamento é explicada por fatores que transcendem os indicadores de rentabilidade, liquidez corrente e retorno do capital próprio, cuja identificação foge dos objetivos dessa investigação.

Tabela 5: Resumo do Modelo de Regressão

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
				R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
,803 <sup>a</sup>	,644	,627	14,29476	,644	38,001	5	105	,000

Dos valores encontrados na Tabela 6, na página seguinte, podemos verificar que a multicolinearidade não é um problema para o modelo da regressão estimada. A média dos valores de FIV está próxima de 1 e as tolerâncias estão todas acima de 0,2.

Tabela 6: Coeficientes Estimados do Modelo de Regressão

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	49,436	2,774		17,822	,000		
ROI	-2,738	,270	-,831	-10,126	,000	,503	1,989
LC	-1,270	,428	-,182	-2,966	,004	,905	1,105
ROE	108,890	10,499	,819	10,372	,000	,543	1,840
Dummy_1	5,487	3,619	,092	1,516	,132	,916	1,091
Dummy_2	7,351	4,286	,105	1,715	,089	,909	1,100

a. Variável Dependente: Endividamento

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Há muito se discute estrutura de capital, porém parece não haver consenso acerca do tema, o que vem a contribuir com um cenário propício para o desenvolvimento de novas pesquisas. Desta feita, a partir do desenvolvimento de um estudo empírico, a pesquisa em questão buscou identificar a influência existente do capital de terceiros na rentabilidade das empresas integrantes do segmento de governança corporativa da BM&FBOVESPA. Para tanto, tais empresas foram identificadas, sendo coletados os respectivos indicadores descritos, procedendo-se à análise dos dados levantados.

Com base no referencial teórico abordado e diante das informações obtidas, os resultados da regressão linear realizada a um nível de significância de 95% sugerem a tendência de correlação negativa e pouco significativa entre rentabilidade e endividamento. A evidência empírica encontrada de que empresas com maior nível de rentabilidade tendem a apresentar menor nível de endividamento parecem apoiar os argumentos desenvolvidos pela teoria do *pecking order*.

Conforme ressaltado por Rocha e Amaral (2007), apesar da insuficiência de argumentos e proposições de cunho científico para dirimir uma série de dúvidas acerca da estrutura de capitais, bem como da ausência de explicações razoáveis para uma série de eventos envolvendo a teoria de finanças, este estudo espera ter contribuído para a compreensão acerca de fatores relativos à estrutura de capitais e retorno das empresas.

Em resposta à proposição desse estudo, a verificação da existência de correlação negativa entre endividamento e rentabilidade nas 111 empresas que integram segmento de governança corporativa da BMF&BOVESPA, conduz à aceitação da teoria do *pecking order*, rejeitando-se a existência de uma estrutura de capital ótima como uma alternativa para maximização dos resultados das companhias.

Todavia, sugere-se a realização de novas pesquisas abordando variáveis adicionais por um intervalo de tempo mais significativo e com a utilização de um grupo de controle.

## REFERÊNCIAS

ÁLVARES, E.; GIACOMETTI, C.; GUSSO, E. **Governança corporativa: um modelo brasileiro**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

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

ASSAF NETO, A. **Curso de administração financeira**. São Paulo: Atlas, 2009.

- \_\_\_\_\_. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico financeiro**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2007.
- BERLE, A.; MEANS, G. **The modern corporation and private property**. New York: MacMillan, 1932. Disponível em: <<http://books.google.com.br/books?id=KbxhFrNr4IAC&printsec=frontcover&dq=the+modern+corporation+and+private+property&sig=5PJNd0Q8fUk9NeUK7Q-ZngnNvkQ>> Acesso em: 10 jul. 2013.
- BRASIL. Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros. **Governança corporativa: segmentos especiais de listagem**. São Paulo: BM&FBOVESPA, 2010. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em: 10 mar. 2013.
- BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**. Rio de Janeiro: CVM, 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 28 abr. 2013.
- BREALEY, R.; MYERS, S. **Principles of corporate finance**. 8. ed. Nova York: McGraw-Hill, 2006.
- CADBURY REPORT. **The financial aspects of corporate governance**. Great Britain: Burgess Science Press, 1992. Disponível em: <<http://www.iaa.org>>. Acesso em: 15 jul. 2013.
- FERRI, M.; JONES, W. Determinants of financial structure: a new methodological approach. **The Journal of Finance**, v. 34, n. 3, June 1979.
- GITMAN, L. **Princípios de administração financeira**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.
- GRÜN, R. Atores e ações na construção da governança corporativa brasileira. **Revista Brasileira de Ciências Sociais**, v. 18, n. 52, p. 139-161, 2003.
- HART, O.; MOORE, J. Debt and seniority: an analysis of the role of hard claims in constraining management. **American Economic Review**, v. 85, n. 3, p. 567-85. June 1995.
- HOJI, M. **Administração financeira: uma abordagem prática: matemática financeira aplicada, estratégias financeiras, análise, planejamento e controle financeiro**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2004.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 4. ed. São Paulo, 2009. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 11 maio 2013.
- IUDÍCIBUS, S.; MARION, J. C. **Curso de contabilidade para não contadores**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2011.
- JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, p. 305-360, 1976.
- JUNQUEIRA, L. R.; BERTUCCI, J. L. O.; BRESSAN, A. A. Alavancagem financeira como estratégia de financiamento do processo de crescimento de empresas brasileiras de capital aberto no período de 1995-2002. In: ENCONTRO DA ANPAD, 29, 2005, Distrito Federal. **Anais ... Brasília, EnANPAD, 2005**. CD-ROM.
- KASSAI, J. R. **Retorno de investimento: abordagens matemática e contábil do lucro empresarial**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2007.
- KLANN, R. C.; BEUREN, I. M.; HEIN, N. Correlações canônicas entre os indicadores de desempenho calculados sobre as demonstrações contábeis elaboradas em BR GAAP e US GAAP e em IFRS e US GAAP. In: ENCONTRO DA ANPAD, 31, 2007, Rio de Janeiro. **Anais ... Rio de Janeiro, EnANPAD, 2007**. CD-ROM.
- LA PORTA, R. *et al.* Law and Finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. **Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.
- LEAL, Ricardo Pereira Câmara; CARVALHAL-DA-SILVA, André L. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. **COPPEAD/UFRJ Working Paper**, 2004.
- LODI, J. B. **Governança corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração**. Rio de Janeiro: Campus, 2000.
- MARION, J. C. **Contabilidade empresarial**. 14. ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- MARTINS, G. A. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. **American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.
- \_\_\_\_\_. The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment: reply. **American Economic Review**, v. 49, n. 4, p. 655-669, 1959.

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

MORANTE, A. S. **Análise das demonstrações financeiras**: aspectos contábeis da demonstração de resultado e do balanço patrimonial. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

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

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

OKIMURA, R. T. Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil. **Dissertação de Mestrado** (Administração), São Paulo, FEA/USP, 2003.

POSTIGO, R. Grupos empresariais: decisões do acionista controlador e impacto no retorno do investimento das classes acionárias. **Dissertação de Mestrado** (Administração), São Paulo, FEA/USP, 1985.

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

REMMERS, L. *et al.* Industry and size as debt ratio determinants in manufacturing internationally. **Financial Management**, Summer 1974.

ROCHA, F. D.; AMARAL, H. F. A explicação da escolha de estrutura de capital por modelos de ajuste parcial: uma aplicação no Brasil. *In*: ENCONTRO DA ANPAD, 31, 2007, Rio de Janeiro. **Anais ...** Rio de Janeiro, EnANPAD, 2007. CD-ROM.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

TITMAN, S.; WESSELS, R. The determinants of capital structure choice. **Journal of Finance**, v. 48, n. 1, p. 1-19, 1988.