UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DE RIBEIRÃO PRETO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

GOVERNANÇA CORPORATIVA COMO SINALIZAÇÃO: BENEFÍCIOS PARA O FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS DO MERCADO DE CAPITAIS

MARIA PAULA VIEIRA CICOGNA

ORIENTADOR: PROF. DR. RUDINEI TONETO JUNIOR

RIBEIRÃO PRETO
2007

PROFA. DRA. SUELY VILELA
REITORA DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

PROF. DR. RUDINEI TONETO JUNIOR
DIRETOR DA FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE DE RIBEIRÃO PRETO

PROFA. DRA. MARIA CHRISTINA SIQUEIRA DE SOUZA CAMPOS
CHEFE DO DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MARIA PAULA VIEIRA CICOGNA

GOVERNANÇA CORPORATIVA COMO SINALIZAÇÃO: BENEFÍCIOS PARA O FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS DO MERCADO DE CAPITAIS

Dissertação apresentada ao Departamento de Economia da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, da Universidade de São Paulo, como requisito para obtenção do título de Mestre em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Rudinei Toneto Junior

RIBEIRÃO PRETO
2007

AUTORIZO A REPRODUÇÃO TOTAL OU PARCIAL DESTE TRABALHO, POR QUALQUER MEIO CONVENCIONAL OU ELETRÔNICO PARA FINS DE ESTUDO E PESQUISA, DESDE QUE CITADA A FONTE.

FICHA CATALOGRÁFICA

Cicogna, Maria Paula Vieira
Governança Corporativa como Sinalização: Benefícios para o Financiamento das Empresas do Mercado de Capitais. Ribeirão Preto, 2007.
160 f. : il. ; 30cm

Dissertação de Mestrado, apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto/USP.
Área de concentração: Economia.
Orientador: Toneto Junior, Rudinei.

1. Governança Corporativa. 2. Crédito. 3. Mercado de Capitais. 4. BOVESPA.

À Maria Clara, uma menininha linda que veio trazer mais alegria e amor às nossas vidas.

AGRADECIMENTOS

Quero começar agradecendo a todas as pessoas que trabalham na FEA-RP, professores e funcionários, onde obtive toda minha formação como economista e aprendi muito como pessoa também. Não quero citar um ou outro professor, pois todos tiveram seu valor e merecem minha admiração. Entretanto, quero agradecer especialmente a alguns funcionários que marcaram meus anos de FEA-RP, sem diminuir a importância dos demais: à Ângela e Cidinha pelos cafés que contribuíram muito para meus trabalhos acadêmicos (sem café acho que não iria conseguir) e pelas conversas tão animadoras; à Andréia e Vânia pela amizade e atenção, e ao Eduardo, Érika e Valéria que sempre estiveram prontos para me ajudar nos procedimentos tão burocráticos, da graduação e da pós, e pela paciência também.

Minha gratidão ao meu orientador será eterna. Não tenho como agradecer a tudo o que ele me ensinou e fez por mim, além da amizade e carinho. Rudinei, muito obrigada, de coração! Você é um exemplo pra mim...quando olho para você sempre penso: “um dia quero ser igual a ele”, não só pelo professor e profissional maravilhosos que você é, mas pelo coração e simplicidade que você tem. Muito obrigada por tudo!

Outros professores merecem meus agradecimentos pela enorme ajuda neste trabalho. O professor Maurício Ribeiro do Valle, sempre sorridente e me dando muita força nas nossas conversas, que me ensinou muito sobre finanças e não mediu esforços para contribuir com a melhora da dissertação. O professor Sérgio Kannebley Junior, que, além de ter uma enorme paciência, me ensinou muitos conceitos de econometria e ajudou bastante na parte metodológica do trabalho, sempre de forma tranqüila e amiga. Ao professor Tabajara Pimenta Junior, que participou de minha qualificação e me deu muitas sugestões valiosas.

Ao Carlos, amigo de mestrado e graduação, obrigada por me ajudar nas disciplinas, nos trabalhos, nas pequenas dúvidas e por todo o resto. Obrigada pela amizade!

Finalmente e muito importante também, quero agradecer à minha família. Aos meus pais, agradeço por tudo o que fizeram por mim em toda minha vida! Às minhas irmãs, obrigada pela cumplicidade, pelas conversas maravilhosas e por estarem sempre ao meu lado! E ao meu namorado pelo amor, carinho e respeito que me deram tranqüilidade para seguir minha carreira e por me ouvir sempre que precisei, com respostas muito amáveis! Amo todos vocês!

Querida família, incluindo meu namorado, todos vocês mereceriam a dedicatória deste trabalho, cada uma com um sabor especial, pelo amor sempre presente. Porém, o sorriso e a alegria que a Clarinha nos trouxe nos faz lembrar, a todo momento, a união, o sentido e a força da palavra família. Por isso é dela a dedicatória da minha dissertação!

Obrigada a todos!

RESUMO

CICOGNA, M. P. V. *Governança Corporativa como Sinalização: Benefícios para o Financiamento das Empresas do Mercado de Capitais*. 2007. 160 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2007.

Problemas de informação no mercado financeiro limitam o acesso empresarial ao crédito. Empresas mais transparentes, com melhor divulgação de informações e comprometidas com a proteção dos interesses dos investidores devem ter, portanto, maior facilidade na obtenção de financiamentos. Dessa forma, o **objetivo** do presente trabalho é verificar se as empresas que aderiram aos melhores padrões de governança corporativa da BOVESPA aumentaram seu acesso ao crédito, comparativamente àquelas que continuaram na listagem tradicional. Os testes econométricos foram feitos por **dados em painel dinâmico** utilizando o modelo de Arellano-Bond e os **resultados** mostraram que as empresas pertencentes aos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA possuem menor volume de dívidas totais em sua estrutura de capital, em função do menor endividamento de curto prazo e menor participação das dívidas onerosas totais, em compensação, estas empresas apresentaram endividamento oneroso de longo prazo superior às empresas do mercado tradicional. A maior lucratividade das empresas com melhores práticas de governança e o índice de oportunidades de crescimento superior indicam que estas empresas utilizam recursos próprios para seus financiamentos de curto prazo e que são beneficiadas no acesso à dívidas de longo prazo perante instituições financeiras. Conclui-se que os melhores níveis de governança corporativa podem facilitar o acesso ao crédito, apesar dos problemas intrínsecos ao país ainda persistirem.

Palavras-chave: Governança corporativa. Crédito. Mercado de capitais. BOVESPA.

ABSTRACT

CICOGNA, M. P. V. *Corporate Governance as Signalization: Benefits for the Financing of Capital Market Companies*. 2007. 160 f. Dissertation (Master) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2007.

Financial market informational problems limit the entrepreneurial access to credit. Companies with better disclosure and committed with the protection of investors interests, should have, by this way, more facilities to obtain financings. Therefore, this paper aims to verify if the companies that adhered to better corporate governance standards set by BOVESPA have increased their access to credit, compared to those which continued in traditional listings. Econometrics tests were made with data in dynamic panel using the Arellano-Bond model, and results showed that companies belonging to distinguished levels of BOVESPA´s corporate governance have smaller volume in total debts within their capital structure, in function of smaller short term indebtedness and smaller participation in the total onerous indebtedness, however, these companies present long term onerous indebtedness superior than the traditional. The higher profitability in companies with better governance practice and the index of superior growth opportunity indicate that these companies use their own resources for short term financing and are benefited in accessing long term financing in financial institutions. It is possible to conclude that better levels of corporate governance can facilitate credit access, even though intrinsic problems persist in the country.

Key words: Corporate governance. Credit. Capital market. BOVESPA

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Relação crédito total ao setor privado/PNB (dados de abril de 2005).....64

Gráfico 2. Operações de crédito do Sistema Financeiro Nacional (SFN) como porcentagem do PIB.....65

Gráfico 3. Operações de crédito totais do Sistema Financeiro Nacional em dezembro de cada ano.....67

Gráfico 4. Crédito à pessoa jurídica por estrutura de vencimento das parcelas.....68

Gráfico 5. Operações de crédito totais ao setor privado industrial em dezembro de cada ano.....70

Gráfico 6. Evolução do montante de crédito direcionado e livre como proporção do PIB.....71

Gráfico 7. Financiamento como obstáculo ao crescimento empresarial (dados do ano 2000).....76

Gráfico 8. Consistência e confiabilidade do Sistema Judiciário na resolução das disputas comerciais (dados do ano 2000).....78

Gráfico 9. Exigência de colateral por instituições financeiras como obstáculo aos empreendimentos (dados do ano 2000).....82

Gráfico 10. Acesso a empréstimos de longo prazo como obstáculo aos empreendimentos (dados do ano 2000).....83

Gráfico 11. Adoção de padrões de transparência pelas empresas brasileiras (dados do ano 2000).....87

Gráfico 12. Comparação entre o total de emissões primárias e operações de crédito ao setor privado industrial (dados de dezembro de cada ano)* - milhões de reais.....89

Gráfico 13. Composição das emissões primárias (médias por ano).....90

Gráfico 14. Evolução do valor de mercado e número de empresas listadas na BOVESPA (dados de dezembro de cada ano).....93

Gráfico 15. Evolução do IBOVESPA e volume negociado (médias por ano).....94

Gráfico 16. Número de empresas registradas nos níveis de governança da BOVESPA por anos de entrada.....110

Gráfico 17. Média dos índices de alavancagem.....134

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Linhas de crédito como porcentagem do total de recursos livres.....74

Tabela 2 – Comparação entre *spread* e juros de empréstimos (dados de abril de 2005).....75

Tabela 3 – Maiores obstáculos para o desenvolvimento de empreendimentos no Brasil (dados do ano 2000).....85

Tabela 4 – Maiores problemas para financiamentos no Brasil (dados do ano 2000).....86

Tabela 5 – Valor de mercado das empresas listadas no final do ano de 2005.....92

Tabela 6 – Empresas listadas no Novo Mercado.....106

Tabela 7 – Empresas listadas no Nível 1.....108

Tabela 8 – Empresas listadas no Nível 2.....109

Tabela 9 – Número de empresas por setor.....124

Tabela 10 – Distribuição das empresas ao longo do tempo.....125

Tabela 11 – Caracterização das empresas pelas *dummies*.....126

Tabela 12 – Distribuição das empresas por grupos de acordo com o ano de entrada em um dos níveis de governança da BOVESPA.....126

Tabela 13 – Ativo total médio e receita líquida média das empresas da amostra.....127

Tabela 14 – Dados financeiros médios da amostra.....127

Tabela 15 – Média dos índices de alavancagem.....128

Tabela 16 – Matriz de correlação.....131

Tabela 17 – Indicadores financeiros médios por grupos de empresas.....132

Tabela 18 – Resultado da estimação *One-Step Robust*.....144

Tabela 19 – Resultado da estimação *Two-Step*.....145

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO **09**

2 AMBIENTE INSTITUCIONAL E ACESSO AO CRÉDITO **13**

2.1 FATORES DE INFLUÊNCIA NO DESENVOLVIMENTO FINANCEIRO E SUAS CONSEQUÊCIAS SOBRE O CRESCIMENTO ECONÔMICO 14

2.2 ASPECTOS LEGAIS E DESENVOLVIMENTO FINANCEIRO 21

2.3 FINANCIAMENTO EMPRESARIAL 29

2.3.1 TEORIAS SOBRE O ENDIVIDAMENTO EXTERNO 29

2.3.2 CARACTERÍSTICAS DAS EMPRESAS QUE INFLUENCIAM O ACESSO AO CRÉDITO 42

2.4 GOVERNANÇA CORPORATIVA 52

3 FINANCIAMENTO EMPRESARIAL E O MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO **62**

3.1 CRÉDITO MEDIANTE INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS 63

3.1.1 A VISÃO DOS EMPRESÁRIOS E INVESTIDORES SOBRE O ACESSO AOS RECURSOS NACIONAIS 76

3.2 O MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL 88

3.3 HISTÓRICO LEGAL DO SISTEMA FINANCEIRO E A LEI DAS S.As 95

.4 NOVOS NÍVEIS DE GOVERNANÇA DA BOVESPA 102

4 EFEITOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA SOBRE O ACESSO AO CRÉDITO **114**

4.1 CÁLCULO DOS INDICADORES DE ALAVANCAGEM E DAS VARIÁVEIS DE INFLUÊNCIA 115

4.2 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS 123

4.3 MODELO ECONOMÉTRICO E RESULTADOS 135

4.3.1 PAINEL DINÂMICO: TEORIA 136

4.3.2 RESULTADOS 142

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS **152**

REFERÊNCIAS **155**

APÊNDICE A **160**

1 INTRODUÇÃO

O acesso ao mercado financeiro é restringido pelas assimetrias de informações envolvidas nas transações, que aumentam o comportamento oportunístico das partes envolvidas. Dessa forma, em países onde o aparato legal não é bem definido e as leis não são efetivamente cumpridas, os investidores encontram dificuldades para reaver seus recursos e obterem o retorno esperado de seus investimentos, levando à escassez e ao conseqüente aumento do custo do crédito, especialmente de longo prazo. A decisão de financiamento por recursos próprios ou de terceiros é influenciada também por outros fatores além da comparação entre o custo e os benefícios de cada fonte de recursos, como a transmissão de informações internas ao mercado, a redução dos conflitos de *agency*, a estrutura de propriedade e a organização do mercado.

Ademais, algumas características das próprias empresas interferem na captação externa de recursos, como o tamanho, a lucratividade, a disponibilidade de colateral, as oportunidades de crescimento, a especificidade do produto comercializado, os benefícios fiscais obtidos por outras fontes que não o endividamento, entre outras, destacando-se também a qualidade da divulgação dos relatórios contábeis e financeiros e de outras informações relevantes, que fornecem garantias adicionais aos credores. Neste último quesito estão incluídas as regras de governança corporativa, as quais vão além da questão acerca da divulgação de informações, buscando o aprimoramento das práticas de gestão de forma a tornar as empresas mais transparentes e beneficiar os acionistas minoritários e os fornecedores de recursos.

No Brasil, aspectos institucionais, tais como as múltiplas interpretações da legislação, o fraco *enforcement* e a morosidade do sistema legal, aumentam a insegurança dos investidores na aplicação de seus recursos. Além disso, a informalidade da estrutura

empresarial, a falta de credibilidade das informações fornecidas ao mercado e a ausência de estruturas adequadas para o desenvolvimento do mercado financeiro, somados a fatores macroeconômicos, como as elevadas taxas de juros e a histórica instabilidade das taxas de crescimento e de câmbio, são alguns tópicos que ajudam a explicar a restrição de recursos fornecidos ao setor privado, principalmente aos setores produtivos, com taxas que giram em torno de 30% de concessão de crédito total ao setor privado em relação ao PIB.

O uso do mercado de capitais como fonte alternativa de recursos é restrito a empresas grandes, com capacidade para arcar com os custos de abertura de capital e das transações que ocorrem neste tipo de mercado. As emissões primárias são reduzidas, não chegando a 4% das operações de crédito total ao setor privado em 2006, somando a captação por debêntures, ações, notas promissórias, quotas de fundos e certificados de recebíveis imobiliários. A estabilidade da economia nacional e a flexibilização da regulamentação que vem ocorrendo nos últimos anos, somadas ao bom momento da economia internacional, estão melhorando este quadro, mas ainda há muito espaço para o mercado de capitais se desenvolver.

Na mesma direção do aprimoramento e adequação das regras do mercado de capitais às normas internacionais, a BOVESPA criou no ano 2000 os níveis diferenciados de governança corporativa, um tipo de auto-regulamentação que visa, entre outros, aumentar a abrangência do mercado de capitais pela redução dos problemas de *agency* e dar credibilidade às emissões e comercialização de títulos de empresas nacionais que aderirem, voluntariamente, às melhores práticas de governança corporativa. Há três níveis diferentes de governança, nos quais as empresas são classificadas de acordo com a rigidez das regras adotadas, denominados de Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, sendo o Nível 1 o que contém as práticas mais brandas de governança corporativa e o Novo Mercado as mais rígidas.

O objetivo do presente trabalho é avaliar se as empresas que adotaram as práticas de governança corporativa da BOVESPA conseguiram captar mais recursos de terceiros frente às demais empresas que continuaram listadas no mercado tradicional. Mais especificamente procura-se verificar se as empresas que se enquadraram às regras do Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado aumentaram seus níveis de alavancagem, ou seja, aumentaram o montante de dívidas em sua estrutura de capital, tanto de curto, como de longo prazo.

A hipótese do trabalho é que por melhorarem a qualidade das informações divulgadas, aumentarem a transparência e valorizarem os acionistas minoritários, sinalizando essas características aos investidores mediante a certificação recebida pela BOVESPA, as empresas dos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA reduzem os problemas advindos da assimetria de informações, dando mais segurança aos investidores. Conseqüentemente, as empresas que fazem parte dos melhores níveis de governança corporativa da BOVESPA aumentam a participação do capital de terceiros em sua estrutura de capital, tanto o endividamento total, quanto, e especialmente, as dívidas com vencimentos mais longos.

O trabalho está organizado em três capítulos, além da introdução e considerações finais. O primeiro capítulo contém a revisão bibliográfica dos estudos que tratam da importância do sistema financeiro para o crescimento econômico e aborda os principais fatores que impedem o aumento da concessão de crédito, afetando o desempenho das empresas. No segundo capítulo há uma visão geral da situação do acesso ao crédito no sistema financeiro brasileiro, destacando-se o fornecimento de crédito ao setor privado e a captação de recursos mediante o mercado de capitais, havendo, além disso, algumas estatísticas sobre os principais entraves para o crescimento de empreendimentos segundo os próprios empresários e uma breve abordagem da evolução das leis que marcaram o desenvolvimento do mercado financeiro nacional. Finalmente, o último capítulo apresenta a

descrição da amostra utilizada para testar a hipótese do trabalho e os testes ecométricos, juntamente com seus resultados.

2 AMBIENTE INSTITUCIONAL E ACESSO AO CRÉDITO

Várias são as dificuldades para conseguir crédito no sistema financeiro, começando pela fragilidade das instituições e instabilidade econômica, passando também por fatores relacionados à tomada de decisão dos tomadores, tanto no que diz respeito à comparação entre custos e benefícios dos recursos, quanto a seus próprios atributos, os quais são determinantes para a avaliação dos fornecedores de recursos.

As exigências para conseguir financiamentos externos decorrem dos problemas de assimetrias de informações presentes nas transações financeiras, destacando-se o risco moral e a seleção adversa. Se um país não possui aparato legal suficiente para coibir o comportamento oportunístico dos indivíduos que tiram proveito das diferenças de informações entre as partes envolvidas nos contratos financeiros, provavelmente o sistema financeiro será pouco desenvolvido e, portanto, haverá escassez de crédito. Se isso de fato ocorrer, o crescimento econômico será prejudicado, pois haverá distorções na alocação e retorno dos recursos.

O presente capítulo aborda as questões propostas acima da seguinte maneira: na primeira seção estão descritas as formas de interação entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico, destacando os problemas de assimetrias de informação e possíveis formas para resolvê-los. Na seqüência são expostos os caminhos por onde o ambiente legal, incluindo as leis e seu *enforcement*, afeta o desenvolvimento financeiro e, por conseqüência, o crescimento econômico. A terceira seção mostra as teorias acerca das decisões para buscar financiamento externo ou utilizar recursos próprios, incluindo as características das empresas que determinam o acesso ao crédito. Por fim, há uma breve descrição do conceito de governança corporativa e de como esta afeta a visão que credores possuem de empresas que utilizam suas práticas.

2.1 Fatores de Interferência no Desenvolvimento Financeiro e suas Conseqüências sobre o Crescimento Econômico

As transações que ocorrem no sistema financeiro são responsáveis pela alocação dos recursos na economia. Como funções básicas deste sistema podem ser citadas a formação de poupança, a intermediação das transações e a diversificação dos riscos dos investimentos, o que faz com que o crescimento dos países esteja intrinsecamente ligado ao desenvolvimento de seus intermediários financeiros, tais como o sistema bancário, o mercado de capitais e os provedores de crédito não-bancário.

Apesar de controvérsias acerca da causalidade da relação entre desenvolvimento do sistema financeiro e crescimento econômico, é consenso que países mais desenvolvidos possuem mercados financeiros mais aprofundados e abrangentes do que países em desenvolvimento, pois os primeiros possuem mais recursos para investir na formação de suas estruturas financeiras do que os segundos, onde os mercados de capitais são restritos e a maior parte dos financiamentos provém de outras fontes que não das instituições financeiras (GREENWOOD; JOVANOVIC, 1989).

Contudo, as dinâmicas de evolução do crescimento econômico e do desenvolvimento financeiro são reflexivas: se por um lado países com maiores taxas de crescimento têm melhores condições para promover o desenvolvimento financeiro, por outro, as funções do sistema financeiro aceleram o crescimento econômico tanto pela formação de capital, alterando a taxa de poupança e sua alocação, quanto pela influência nos processos produtivos, por meio da determinação das taxas de retorno de investimentos em novas tecnologias produtivas.

Dessa forma, segundo Levine (1997), o funcionamento do sistema financeiro está vitalmente ligado ao crescimento econômico em qualquer comparação feita, seja entre países,

entre as regiões de um mesmo país, análises de diferentes indústrias ou qualquer outro tipo de comparação. Países com sistemas bancários bem estabelecidos e mercados de ações mais ativos cresceram mais rápido nas últimas décadas em relação aos demais quando outros fatores que afetam o crescimento econômico foram controlados; indústrias e firmas que baseiam seus financiamentos em fontes externas de capital cresceram desproporcionalmente mais rápido em países com bancos e mercados de títulos bem desenvolvidos do que em países com sistemas financeiros deficientes.

Entretanto, esses resultados não implicam que o sistema financeiro seja exógeno ao crescimento, pois ele é influenciado tanto pela atividade econômica, quanto pelas inovações tecnológicas. Ademais, o sistema financeiro é determinado também por terceiros fatores, como o sistema legal e as instituições políticas, as quais influenciam também o crescimento econômico, direta e indiretamente (LEVINE, 1997).

Ao lidar com a alocação de recursos e intermediar transações entre tomadores e credores, o sistema financeiro assume uma característica que o distingue dos demais tipos de mercados: trabalhar com promessas de pagamento futuro. Esta peculiaridade agrava os problemas de assimetria de informações, uma vez que a transformação entre recursos financeiros recebidos e fornecidos envolve informações privadas não declaradas das partes interessadas, o que impede a correta avaliação do risco embutido nas transações, provocando lacunas na alocação do capital.

Ao mesmo tempo, é justamente a existência de assimetrias de informações que torna o trabalho dos intermediários financeiros fundamental para este tipo de mercado. Boyd e Prescott (1985), analisando os equilíbrios de mercado na presença dos intermediários financeiros, definidos como uma coalizão de agentes econômicos, chegaram à conclusão de que os intermediários financeiros surgem em ambientes onde os donos dos projetos têm informações privadas acerca de suas oportunidades de investimento, isto é, de seus próprios

riscos. Isto é, se todos os agentes forem identicamente dotados com as mesmas informações ou se houver a proibição de produção de informações após os contratos, não é preciso intermediação financeira[1].

Um tipo de assimetria de informações ocorre quando os agentes não fornecem todas as informações relevantes para o acordo, o que interfere na possibilidade de alcançar o resultado ótimo. A idéia de que as informações disponibilizadas pelos agentes sejam incompletas ou não condizam com a verdade causa uma seleção errônea de agentes, chamada de seleção adversa.

Quando há seleção adversa, a alocação dos bens não é totalmente eficiente. A razão disso é que quando bons produtos são oferecidos juntamente com os ruins, os compradores irão subavaliar a média do preço de todos os produtos, pois sabem da possibilidade de adquirir um produto de qualidade inferior e, por isso, os produtos de boa qualidade serão precificados abaixo de seu valor real, enquanto os produtos ruins terão um preço acima do que realmente valem. Isso significa que na presença de seleção adversa, as forças de mercado podem não levar a um único preço, ou seja, pode haver múltiplos equilíbrios, atrapalhando o funcionamento adequado dos mercados (WILSON, 1998).

Stiglitz e Weiss (1981) desenvolveram um modelo de seleção adversa onde a distribuição dos tomadores é conhecida e todos possuem os mesmos retornos esperados, mas com diferentes riscos. Os tomadores não ganham retornos líquidos quando seus projetos vão mal, já que toda a sua renda será usada para pagar os empréstimos, mas ficam com o excesso do retorno líquido quando seus projetos são bem sucedidos, conseqüentemente, os tomadores agem como se fossem amantes ao risco. Isso mostra que quanto mais altas forem as taxas de juros cobradas pelos bancos, o conjunto de candidatos a empréstimos fica mais arriscado, pois os tomadores seguros não estão dispostos a pagar taxas tão altas sabendo que seu risco é

[1] Sobre a importância do papel dos intermediários financeiros em ambientes onde há assimetrias de informações ver também Gertler (1988) e Diamond (1984).

baixo. Como somente restarão tomadores de alto risco, o aumento das taxas leva à queda do retorno esperado dos bancos.

O problema da determinação das taxas de juros descrito acima mostra a dificuldade enfrentada pelos intermediários financeiros quando selecionam os projetos que irão financiar, visto que a seleção adversa é um oportunismo pré-contratual causado pela informação privada em benefício dos agentes. Em casos extremos de problemas de seleção adversa, talvez não haja preços que equilibrem os retornos esperados das diferentes partes envolvidas nas transações e os únicos compradores que irão pagar qualquer preço dado são aqueles cuja informação privada os leve a acreditar que seus retornos serão ainda maiores, ainda que isso seja sinônimo de maiores riscos, levando ao colapso do mercado.

Além da possibilidade de informações privadas *ex-ante* às transações, existe ainda a chance de produção de informações inadequadas *ex-post* ou o custo de adquirir tais informações pode ser muito alto. O comportamento oportunístico *ex-post* é denominado risco moral e pode ser definido como ações dos indivíduos visando maximizar suas próprias utilidades contrariamente ao interesse dos demais, em situações onde eles não arcam com todas as conseqüências ou, equivalentemente, não aproveitam todos os benefícios de suas atitudes em virtude de contratos incompletos ou restritos que impedem o encargo total ao agente responsável. Quando o risco moral existe, ele dá origem a uma grande variedade de externalidades e, assim, pode levar à não existência de equilíbrio ou, quando o equilíbrio é possível, à ineficiência dos resultados obtidos (KOTOWITZ, 1998).

Como exemplos podem ser citadas as situações em que compradores não conseguem monitorar facilmente a qualidade dos bens e serviços que recebem, levando os vendedores a uma tendência a exercer poucos esforços, cuidados ou atenção quando fornecem os serviços; o então, quando o tomador de recursos possa não querer pagar o crédito ou não empreender o esforço necessário para que seu projeto seja bem sucedido depois que o empréstimo tenha

sido liberado. Logo, a presença do risco moral é característica corriqueiramente prevista nos contratos de crédito com o qual os bancos precisam lidar.

O problema de risco moral está fortemente relacionado à teoria dos problemas de agente-principal embutidos nos relacionamentos de *agency*, onde os tomadores de decisões, devido aos problemas de monitoramento, não arcam completamente com o impacto total de suas atitudes. O risco moral surge quando o agente, tomador de decisões, não age de acordo com os objetivos estipulados pelo principal, dono do capital, e o último não consegue monitorar os resultados alcançados pelos investimentos, tendo em vista que é o próprio agente quem divulga os relatórios e outras exigibilidades do principal. Nesse sentido, as relações de *agency* são perversas e impedem o perfeito funcionamento dos mercados (MILGROM; ROBERTS, 1992).

Duas condições são necessárias para o surgimento dos problemas de risco moral. Primeiro, devem haver potenciais diferenças entre os interesses dos agentes e, segundo, é necessário que existam dificuldades na determinação dos termos das transações financeiras e das maneiras de cumprimento dos mesmos, as quais surgem pelo alto custo de monitoramento ou pela impossibilidade de observabilidade das ações (KOTOWITZ, 1998).

A possibilidade de existência de comportamento não competitivo pode em parte ser sanada com mecanismos de motivação, a qual busca alinhar os interesses divergentes dos indivíduos, tentando garantir que todos os envolvidos nos processos estejam dispostos a cumprir os termos estabelecidos nas transações, seja em relação ao fornecimento de informações corretas para que possa haver um planejamento adequado dos projetos, seja agindo da forma esperada para que os objetivos sejam bem sucedidos (MILGROM; ROBERTS, 1992).

O problema da motivação pode ser resolvido por contratos completos e perfeitamente elaborados, especificando as obrigações de cada uma das partes envolvidas em

todas as possíveis circunstâncias. Tais contratos devem também mostrar a distribuição dos custos e benefícios embutidos em todas as contingências, incluindo aquelas onde os termos são violados. Se os contratos completos existissem, cada parte preferiria cumprir as regras estabelecidas por vislumbrarem claramente as punições incorridas caso houvesse comportamento oportunístico. Isso mostra que os problemas de motivação surgem porque nem todos os planejamentos podem ser descritos em contratos completos e executáveis.

Há vários problemas para a formalização dos contratos e para seu cumprimento, como previsão limitada das contingências, linguagem imprecisa para escrever as cláusulas (o que dá margens para ambigüidades), além de problemas institucionais que prejudicam o andamento dos acordos. A dificuldade para calcular os custos envolvidos também impõe barreiras aos contratos, como os custos para prever e escrever detalhadas eventualidades, o que é agravado em contratos que envolvem transações complexas, longos períodos de tempo, negociações não freqüentes ou muito pequenas, ou, mesmo, transações aleatórias e involuntárias. Nesses casos, as legislações servem como contratos generalizados, apesar de não conseguirem auxiliar em todos os contingentes, o que mostra que as legislações também são contratos incompletos e não intimidam os efeitos do risco moral (KOTOWITZ, 1998).

As adaptações necessárias para lidar com as contingências não previstas pelos contratos abrem espaço para comportamentos não competitivos, incluindo a fraude dos termos acordados. Por conseguinte, contratos incompletos e não executáveis impedem que a eficiência na alocação dos recursos seja alcançada.

> Concern with the possibility of being disadvantage by self-interested behavior that an incomplete, imperfect contract does not adequately control may prevent agreement being reached in the first place. It may also inefficiently limit the extent of cooperation that can be achieved (MILGROM; ROBERTS, 1992, p. 133).

O cumprimento dos termos previstos nos contratos, denominado *enforcement*, é outro entrave para evitar problemas de risco moral, pois também possui um alto custo. Assim

sendo, pode ser mais eficiente conviver com as ineficiências trazidas pelo risco moral do que tentar cumprir o contingente ótimo dos contratos. Para serem viáveis economicamente, os contratos devem firmar as ações subseqüentes aos acordos de forma consistente com os interesses de todas as partes envolvidas e, assim, precaver o surgimento do oportunismo pós-contratual.

Em economias caracterizadas por contratos feitos sob a suposição de risco moral, mudanças nos contratos de qualquer uma das partes têm efeitos significantes sobre o bem-estar social, visto que o risco moral pode levar ao racionamento de recursos, gastos sub ótimos e imperfeições nos mercados financeiros. Conforme afirma Kotowitz (1998), tudo isso pode sinalizar um possível papel para o governo, apesar da ação pública poder causar mais problemas do que resolver. É parcialmente devido a esses problemas que os mercados financeiros falham em se desenvolver.

A ausência de mercados futuros e de riscos reflete as limitações do processo de planejamento público, mas também outros problemas mais fundamentais como informação e competição imperfeitas e contratos com altos custos de execução. Por conseguinte, as políticas governamentais devem ser direcionadas para atenuar as conseqüências dessas limitações que são inerentes e importantes aos mercados e instituições financeiras, principalmente em países em desenvolvimento (STIGLITZ, 1991). Exemplos dessas políticas são as leis, a regulamentação de endividamento e as regras do comércio.

O monitoramento é outra forma de lidar com o comportamento oportunístico dos agentes. Este mecanismo é a destinação preventiva de recursos para acompanhar as ações das partes, evitando o comportamento inapropriado antes que ele ocorra, e pode ser usado para estipular um sistema de recompensas por bom comportamento. Porém, as debilidades do sistema de recompensas ocorrem por este poder, por si só, causar problemas de risco moral, pois os agentes que supostamente deveriam pagar as recompensas podem deturpar os

resultados do monitoramento, especialmente em casos que envolvem avaliações subjetivas de desempenho. Em alguns casos, o histórico de reputação, um tipo de monitoramento, basta para controlar o risco moral, em outros, a eficácia do monitoramento pode depender do surgimento de evidências verificáveis para que a penalidade estipulada seja cumprida. A punição imposta a empresas com má administração é um modo de monitoramento pelos mercados, com processos de falências, deposição de gestores mal intencionados por acionistas, além de outras regras que os mercados impõem, influenciadas fortemente por fatores culturais e pelo estabelecimento de confiança entre as partes (MILGROM; ROBERTS, 1992).

Pode afirmar, portanto, os problemas de assimetria de informações, mais especificamente, risco moral e seleção adversa, indicam uma importante função para os intermediários financeiros dentro do cenário econômico de qualquer país na alocação dos recursos, dadas as necessidades variadas dos agentes. A elaboração de contratos e os mecanismos de seleção e monitoramento dos agentes são exemplos de instrumentos que ajudam a minimizar o comportamento oportunístico dos agentes, mas para que tenham os efeitos esperados, é preciso haver um forte aparato legal para embasar as cláusulas e o cumprimento dos contratos, beneficiando o desenvolvimento financeiro, fatos detalhados na próxima seção.

2.2 Aspectos Legais e Desenvolvimento Financeiro

Em ambientes legais onde as leis são mal escritas e os contratos não são cumpridos de forma a inibir o comportamento oportunístico dos agentes, as altas taxas exigidas pelas transações financeiras e o enorme número de cláusulas refletem a insegurança do ambiente financeiro, reduzindo, assim, o retorno dos projetos e distorcendo a alocação dos recursos.

Quando as leis não são escritas para proteger os direitos dos credores e as regulamentações e instituições não dão a devida proteção aos direitos de propriedade, o custo para reaver as garantias envolvidas nos contratos é muito alto em casos de inadimplência. As instituições são as regras de uma sociedade e estruturam os incentivos às transações nos âmbitos político, social e econômico, e quando tais regras falham, os mecanismos de motivação tornam-se dispersos e perdem sua função de alinhar os interesses das partes envolvidas nos contratos financeiros.

As regras das leis e o grau de *enforcement* dos direitos previstos nos códigos judiciários, assim como as restrições das ações de grupos de influência, incluindo o Estado, interferem nos incentivos às trocas e oportunidades de investimentos, podendo atrapalhar ou estimular o crescimento econômico. Dessa maneira, países suscetíveis a choques macroeconômicos precisam desenvolver e fortalecer redes financeiras seguras, definidas como um conjunto de regras e instituições projetadas para reduzir a instabilidade financeira de forma a proteger a intermediação financeira e o sistema de pagamentos. Isso implica na definição de regras e a devida aplicação das mesmas (*enforcement*), adequada supervisão dos bancos e estabelecimento de instituições que garantam os depósitos recebidos pelo sistema, além de agentes privados capazes de monitorar e disciplinar o sistema bancário (IADB, 2005).

Muitos são os debates acerca da importância da interferência do sistema legal de um país em seu desenvolvimento econômico e financeiro, existindo linhas teóricas que dizem que as leis são irrelevantes ou mesmo prejudiciais ao mercado de títulos, e outras linhas de pesquisa que ressaltam que as leis possuem grande influência no desenvolvimento financeiro da economia, especialmente aquelas que fornecem suporte para o crescimento de outras instituições. Devido às características dos contratos financeiros, é crescente o número de trabalhos que mostram que instituições fortes são fundamentais para suportar o aprofundamento e a estabilidade dos mercados financeiros.

Levine, Loyaza e Beck (2000) buscaram investigar se o componente exógeno dos intermediários financeiros influencia o crescimento econômico, usando evidências sobre os determinantes legal, político e regulatório do desenvolvimento econômico. Os testes indicaram que o componente exógeno da intermediação financeira é robusto e positivamente ligado ao crescimento econômico. Os autores mostraram que se as necessidades de reformas nos campos legal, regulatório e político forem identificadas, elas podem influenciar positivamente o crescimento econômico, uma vez que são fundamentais para o sistema financeiro adquirir informações sobre firmas e escrever e cumprir contratos, pois influenciam a capacidade dos intermediários financeiros exercerem controle corporativo, administrarem riscos, mobilizarem poupança e facilitarem as trocas nos mercados, determinando a qualidade dos serviços financeiros. Assim, ao combinar os dados sobre os ambientes regulatório e legal com dados de intermediação financeira, os autores concluíram que países com sistemas legal e regulatório que dão prioridade aos credores no recebimento do valor total de suas reivindicações sobre as corporações têm um funcionamento dos intermediários financeiros melhor do que países onde o sistema legal fornece um fraco suporte aos credores. Além disso, o *enforcement* dos contratos possui uma importância maior do que os códigos formais de leis e regulamentações, o que foi mostrado pelos resultados que apontaram que o melhor *enforcement* das leis em alguns países leva a intermediários financeiros mais desenvolvidos do que em países onde o *enforcement* é negligente ou fracamente aplicado.

Segundo La Porta *et alii* (1996), as leis e a rigidez com que são impostas são fatores determinantes dos direitos que os detentores de títulos possuem e do quão bem eles estão protegidos, pois sem a garantia desses direitos, os investidores podem não conseguir reaver seus recursos e as firmas, portanto, podem não conseguir arrecadar fundos de terceiros por falta de segurança aos credores. Isto acaba por dificultar a pulverização acionária, logo, a alta

concentração de propriedade pode ser um sintoma de um mau funcionamento do mercado de capitais acarretado pelas falhas do sistema judiciário[2].

Dessa forma, a melhor proteção aos direitos dos credores aumenta a abrangência e o aprofundamento dos mercados de crédito por tornarem a expropriação mais difícil, já que tanto as leis quanto seu *enforcement* são tidos como a tolerância com que os *insiders* (como administradores e acionistas controladores) podem alienar os investidores externos. Uma das maiores diferenças entre países desenvolvidos e em desenvolvimento é a função desempenhada pelo uso de colateral nos contratos financeiros, fator estritamente ligado aos direitos de propriedade, os quais não apenas aumentam a disponibilidade de financiamento externo, como também melhoram a eficiência de sua alocação. Um exemplo disso é que firmas que operam em mercados com fraco *enforcement* dos direitos de propriedade tendem a investir mais em ativos fixos em comparação aos investimentos feitos em ativos intangíveis devido à facilidade para obter retornos desse tipo de ativo (IADB, 2005).

Caso os investidores sintam que as regulamentações e instituições não os protegem e que as chances de recuperar o controle dos ativos prometidos como colateral são incertas, eles preferirão não aumentar o crédito concedido porque isso levará à redução de seu retorno esperado. Sob tais circunstâncias haverá racionamento de crédito. A execução dos contratos e o cumprimento das cláusulas mostram que o *enforcement* e as regras das leis possuem um mérito dentro do sistema financeiro tão grande ou maior do que os códigos escritos, como a formalização das leis e a constituição.

Isso decorre do fato de que as leis e os contratos privados são insuficientes para inibir o comportamento oportunístico dos agentes, pois, além de possuírem altos custos,

[2] La Porta *et alii* (1997), na comparação do financiamento externo de 49 países, verificaram que há uma forte evidência de que o ambiente legal, descrito como a origem legal e a qualidade do *enforcement*, são fatores determinantes para o tamanho e amplitude dos mercados de capitais, uma vez que provou-se que países que oferecem aos empreendedores melhores condições para obtenção de financiamentos externos, possuem mercados de capitais mais valorizados e mais amplos, no sentido de que mais firmas possuem acesso a eles.

possuem resultados imprevisíveis para servirem como solução dos problemas de *agency* que surgem dos conflitos de interesses entre acionistas majoritários e minoritários, entre administradores e controladores, ou mesmo entre gestores e credores. Assim, para reduzir os custos de *enforcement* e o comportamento oportunístico, é necessário que haja uma estrutura regulatória e de contratos ditada pelas necessidades do mercado financeiro para que este possa se desenvolver. Ademais, as leis que facilitam o *enforcement* privado das leis públicas são muito importantes, especificamente em países menos desenvolvidos. Aspectos do *enforcement* privado, tais como requerimento de maior transparência dos agentes e procedimentos simplificados para resolução dos problemas de *agency*, são muito associados a maiores mercados de capitais (LOPES-DE-SILANES, 2003).

Segundo Lopes-de-Silanes (2003), o *enforcement* das leis depende crucialmente de dois pilares: das características e poder do sistema judiciário e da eficiência das cortes. A efetividade do sistema judiciário depende de seu grau de independência do poder executivo e de seu nível de especificidade, pois um judiciário independente do executivo provavelmente será mais resistente às pressões políticas e um judiciário dedicado especificamente ao mercado de títulos será mais eficiente na resolução dos processos e terá menor morosidade. Os poderes do judiciário também são de vital importância, visto que seus poderes investigativos, seus direitos de punir más condutas e sua habilidade para controlar documentações previnem certas ações e impõem sanções criminais que podem fazer diferença no comportamento dos mercados financeiros. Em relação ao segundo pilar do *enforcement*, o sistema das cortes, o resultado das leis depende da eficiência com que são executadas, ou seja, embora o *enforcement* das leis e os direitos de propriedade em geral sejam cruciais para o desenvolvimento econômico, se não forem aplicados de forma eficiente, não serão suficientes para o bom desempenho do judiciário.

As características do sistema judiciário, incluindo o *enforcement* dos contratos, variam de acordo com a origem dos códigos das leis, que pode ser dividida em duas grandes tradições legais: *Common Law* e *Civil Law*. A principal diferença entre estes dois sistemas legais é que a *Civil Law* baseia-se em princípios jurídicos teóricos e a *Common Law* utiliza-se de resoluções de conflitos anteriores e de reinterpretações e adaptações para aplicação de seus códigos, visando manter os princípios que orientaram os julgamentos precedentes.

Apesar de não haver evidências de que diferentes países privilegiem tipos diferenciados de investidores, provou-se empiricamente que países que possuem leis derivadas do sistema de *Common Law* tendem a proteger seus investidores consideravelmente melhor do que países que possuem leis originadas a partir da *Civil Law*, especialmente do sistema legal civil francês; as leis civis germânica e escandinava são sistemas legais que mesclam as duas tradições legais e ocupam posições intermediárias no que diz respeito às proteções dadas aos investidores, pois possuem um melhor *enforcement* do que o sistema legal civil francês, embora este fato seja resultante de seus altos níveis de renda, mas ainda ficam em posição inferior em relação à proteção dada pelas leis comuns (LA PORTA *et alii*, 1996).

A melhor proteção legal também é refletida pela amplitude do ciclo real de crédito, ou seja, após choques econômicos, as variações de crédito são muito maiores em países com baixa proteção aos credores do que em países que possuem sistemas financeiros com forte aparato legal. Assim sendo, países com sistema legal de origem civil francês tendem a ter maior volatilidade no montante de crédito do que aqueles que adotaram o sistema de *Common Law*. Isso decorre de que quando os mercados de crédito são afetados por choques econômicos negativos, credores com fraca proteção legal perdem muito capital, pois não conseguem reaver o colateral prometido, o que se traduz em grande contração do crédito. Por outro lado, quando há choques econômicos positivos, o montante de crédito se expande mais

nesses países do que em qualquer outro, oferecendo a oportunidade de compensar as perdas de épocas adversas (IADB, 2005).

Outra forma de analisar a influência do sistema legal no desenvolvimento econômico é por meio de mecanismos pelos quais a origem legal opera, que são os canais político e adaptativo. O primeiro enfatiza a prioridade dada aos direitos individuais frente ao Estado, assegurando que a proteção dos direitos de propriedade privada forma a base das atividades de financiamento, enquanto o segundo diz que as tradições legais diferem quanto à habilidade para se ajustarem às mudanças no ambiente econômico, minimizando as lacunas entre as necessidades contratuais da economia e as capacidades do sistema legal.

O canal político argumenta que o grau de independência do judiciário ao Estado modela o ambiente financeiro, incluindo a facilidade que com que as firmas podem elaborar seus contratos para aumentar seu financiamento externo; por outro lado, o canal adaptativo coloca a flexibilidade do sistema legal como determinante do ambiente contratual financeiro e, conseqüentemente, dos obstáculos ao financiamento corporativo. É importante ressaltar que os dois canais são interligados em alguns pontos, dificultando sua distinção, e ambos contribuem para a formação do sistema judiciário, apesar do enfoque distinto, não sendo, dessa maneira, excludentes.

Baseados em uma amostra de 54 países com diferentes sistemas judiciários – leis civis francesa, germânica e escandinava e *Common Law* – Beck, Demirgüç-Kunt e Levine (2002) chegaram à conclusão de que países que adotaram o sistema de leis civis tendem a desenvolver suas instituições sob o poder do Estado, o que possui implicações negativas para seu desenvolvimento econômico[3]. Além disso, o sistema *Civil Law* também dificulta a ação

[3] Em um estudo posterior (2004), os mesmos autores encontraram evidências de que firmas de países com origem civil francesa encontram maiores obstáculos para obter financiamentos externos do que firmas de outros países, sugerindo que a herança legal tem uma grande influência neste sentido; em segundo lugar, destaca-se o fato de que países que seguem este tipo de sistema legal tendem a ter judiciários menos independentes do Estado e com menor capacidade adaptativa. Por fim, a diferença do sistema adaptativo entre os países ajuda a explicar a variação de dificuldades encontradas pelas firmas ao buscarem financiamentos externos.

do canal adaptativo, uma vez que apresenta maiores dificuldades em se moldar às novas necessidades dos mercados comerciais, levando os países que adotaram esta tradição legal a desenvolver seu sistema financeiro de forma mais ineficiente do que países que empregam o sistema de *Common Law*. Outro fato que merece destaque é que os dados mostraram evidências maiores a favor do canal adaptativo em detrimento do canal político, sugerindo que a origem legal é importante, dado que as tradições legais diferem em suas habilidades de se ajustarem eficientemente quando são envolvidas questões sócio-econômicas.

> Cross-country variation in legal system adaptability – the degree to which judicial decisions are a source of law and are based on equity rather than statutory law – helps to explain variation in the obstacles that firms report they face in accessing external finance. Finally, cross-country variation in judicial independence does not help explain differences in firm's financing obstacles. These findings provide empirical confirmation of the adaptability channel, but do not lend much support for the political channel. In general, the results emphasize that legal system adaptability is important for corporate finance (BECK; DEMIRGÜÇ-KUNT; LEVINE, 2004, p. 25).

Dessa forma, um sistema judiciário ineficiente acarreta, dentre outros fatores, em diminuição do nível de investimentos e distorção do nível de preços ao introduzir novas fontes de risco, diminuindo a atividade econômica e causando a verticalização dos mercados, financiados, sobretudo, por recursos próprios ou pelo Estado (PINHEIRO, 2003a).

A falta de acesso a recursos, principalmente junto a instituições financeiras, é influenciada também por características das empresas que buscam financiamentos. Fatores como a disponibilidade de colateral, tamanho, lucratividade, crescimento, empregabilidade de bons padrões de transparência, entre outros, interferem na confiança dos credores para fornecer seus recursos. Os atributos do tomador ganham ainda mais importância em ambientes institucionais frágeis, onde o risco dos projetos financiados é maior e o retorno um tanto quanto incerto. A seguir serão abordadas as linhas teóricas que explicam a decisão de utilizar recursos de terceiros e de que forma as características empresariais estão relacionadas ao acesso ao crédito.

2.3 Financiamento Empresarial

Em linhas gerais, as empresas buscam financiamentos externos comparando seu custo com o preço do uso de recursos próprios, assim como os riscos de cada fonte de capital. Mas não é só isso que as leva a buscar fontes externas de recursos. Os problemas de *agency*, a assimetria de informações entre proprietários e gestores, a estrutura dos mercados e o controle corporativo também interferem na decisão de endividamento. Além disso, os credores avaliam os projetos que irão financiar baseados nas informações disponíveis acerca de cada tomador, bem como os proprietários das empresas analisam seu atual momento econômico e financeiro para contabilizar os custos e benefícios do uso de recursos próprios *versus* de terceiros, o que faz com que os atributos de cada empresa sejam importantes determinantes do acesso ao crédito. Nas subseções seguintes, serão abordadas, respectivamente, as linhas teóricas que explicam a decisão tomar recursos de terceiros e as características das empresas que influenciam o acesso a essa importante fonte de capital.

2.3.1 Teorias sobre o Endividamento Externo

Os investimentos de uma empresa podem ser financiados pela geração de recursos internos com os lucros retidos ou pela emissão de novas ações representantes do capital próprio. Juntas, essas formas de financiamento formam a estrutura de capital da empresa. Cada forma de obtenção de capital possui vantagens e desvantagens. A remuneração de recursos obtidos no mercado financeiro inclui juros e as demais despesas financeiras, os quais definem o custo da operação de empréstimos e financiamentos. Da mesma forma, os acionistas esperam obter um retorno elevado pelo investimento de maneira a remunerar seu capital aplicado, refletindo o custo dos recursos próprios da empresa. Por apresentar risco

maior, o acionista costuma exigir um retorno mais elevado pelo capital investido, uma vez que os rendimentos repassados aos proprietários são dependentes do desempenho da empresa. Por outro lado, a remuneração dos recursos de terceiros constitui-se em obrigação contratual previamente estabelecida, havendo um prazo de resgate e garantias preferenciais aos credores. Além disso, o pagamento referente às despesas financeiras pode ser abatido da renda tributável da empresa, reduzindo o volume do imposto de renda a ser recolhido; já a remuneração paga aos proprietários, na forma de dividendos, não recebe tal incentivo fiscal.

A decisão sobre a composição da estrutura de capital da firma é tema de vastas discussões devido à dificuldade de encontrar uma estrutura que maximize os retornos dos investimentos e, conseqüentemente, o valor da empresa, dado que as taxas de juros variam conforme os tipos de crédito, das condições dos empréstimos e, principalmente, aumentam ou diminuem de acordo com o risco da operação. Tal discussão ganhou força após a publicação do artigo de Modigliani e Miller, em 1958, onde os autores derivaram duas proposições. A primeira delas estabelece que o valor de mercado de qualquer firma é independente de sua estrutura de capital, sendo determinado pela capitalização de seu retorno esperado a uma taxa de retorno determinada pela classe à qual a empresa pertence. A segunda diz que para as companhias que possuem dívida junto a terceiros em sua estrutura de capital, a taxa de retorno esperada das ações é uma função linear da alavancagem, composta pela taxa de capitalização apropriada ao capital próprio da empresa mais um prêmio relacionado ao risco financeiro, que é igual à taxa da alavancagem multiplicada pelo *spread* entre a taxa de capitalização e o custo do capital de terceiros. Ou seja, Modigliani e Miller mostraram que o valor de mercado das empresas independe da estrutura de capital escolhida, sendo determinado pelo retorno dos investimentos.

Tais proposições foram construídas em um ambiente demasiadamente simplificado, livre de impostos ou taxas, sem custos de falência, com competição perfeita no mercado de

capitais e fácil acesso a outros mercados financeiros para obtenção de recursos. Muitos estudos contrariaram as proposições de Modigliani e Miller (1958), mostrando que a forma de financiamento escolhida por uma empresa impacta na avaliação que esta tem no mercado financeiro, alterando seu valor de mercado.

McConnel e Servaes (1995) investigaram a relação entre o valor de mercado das empresas (medido pelo “q de Tobin”), dívida e estrutura de propriedade das empresas que compõem o mercado de capitais norte-americano, encontrando resultados que mostraram que em firmas com poucas oportunidades de crescimento, o q é positivamente correlacionado ao nível da dívida, relação invertida quando são consideradas firmas com grandes oportunidades de crescimento. Isto significa que o nível de endividamento pode ter impactos positivos ou negativos no valor da firma, dependendo da disponibilidade de projetos com valor presente líquido positivo. Uma explicação possível para tal fato é que para firmas com boas oportunidades de crescimento, o efeito negativo do endividamento sobre o valor de mercado predomina, pois a dívida obriga os gestores a rejeitar, pelo menos em algumas circunstâncias, novos projetos com valor presente líquido positivo. Assim, o endividamento exerce papel disciplinador sobre os gestores devido às obrigatoriedades contratuais, que acaba por afetar o valor das empresas que possuem boas oportunidades de crescimento, mas beneficia aquelas que não possuem projetos com valor presente positivo. Ao investigar a relação entre valor e alavancagem das empresas brasileiras de capital aberto, Pereira (2000) mostrou que há um forte relacionamento positivo entre valor e alavancagem nas empresas nacionais de capital aberto, indicando que o mercado de capitais identifica e valoriza empresas que otimizam suas estruturas de capital.

Apesar da discussão acerca da geração de valor pela estrutura de capital, é fato que os credores avaliam os projetos de investimento que irão financiar pelos riscos e retornos envolvidos, reputação das empresas, garantias firmadas, ambiente institucional para

enforcement dos contratos, entre outros mecanismos que forneçam segurança para a obtenção dos retornos esperados. Por outro lado, os tomadores definem sua estrutura de capital por fatores relacionados aos contratos de dívidas, como os riscos de falência envolvidos, relação entre custo e retorno dos investimentos, efeitos que o endividamento possui sobre a administração do capital próprio e sobre a performance da firma, ente outros.

Em um *survey* dos estudos sobre estrutura de capital, Harris e Raviv (1991) identificaram quatro grandes categorias determinantes do grau de endividamento das empresas. A primeira delas refere-se ao fato de que os conflitos existentes entre os vários grupos de interesse nos recursos das empresas, chamados de conflitos de *agency* – incluindo gestores, acionistas e credores – interferem na estrutura de capital; são os modelos baseados nos custos de *agency*. A segunda categoria diz respeito aos problemas de assimetria de informações, ou seja, as empresas determinam seu endividamento para transmitir informações privadas ao mercado ou para reduzir os efeitos da seleção adversa; constituem esta categoria os modelos sobre informação assimétrica. Há também influência da natureza dos produtos e/ou da estrutura do mercado fornecedor de insumos e produtos para empresas e consumidores, sendo esta a terceira categoria, composta pelos modelos baseados nas interações entre os mercados de insumo/produto. Por fim, a última categoria diz que o endividamento é uma forma de afetar as disputas pelo controle corporativo, assim, estão incluídas aqui as teorias acerca das considerações sobre controle corporativo. Tais categorias serão vistas de forma mais detalhada a seguir.

a) Modelos de *Agency*

As relações de *agency* podem ser definidas como um contrato onde uma (ou mais) pessoa, denominada de principal, incumbe outra pessoa, chamada de agente, para fazer algum serviço ou tarefa em seu nome (JENSEN; MECKLING, 1976). Os problemas de *agency* surgem quando o agente deixa de agir de acordo com os interesses do principal, uma vez que

ambos buscam maximizar suas próprias utilidades. Dessa maneira, o endividamento beneficia as empresas à medida que limita e disciplina a ação do agente frente ao principal pelos contratos de dívida.

Os conflitos de *agency* surgem sempre que há separação entre controle e propriedade, podendo ser vistos tanto entre acionistas e gestores quanto entre credores e proprietários. No primeiro caso, os conflitos surgem porque os gestores não se beneficiam com o retorno total de suas ações, mas arcam com todos os custos de suas decisões. Dessa forma, os gestores buscam capturar privilégios que nem sempre maximizam o valor da firma. Esta ineficiência é reduzida conforme os gestores adquirem ações das empresas ou pelos contratos de dívidas, que obrigam as firmas a pagarem suas obrigações contratuais, reduzindo o montante de capital disponível para os gestores usarem a seu favor. Outra forma de observar os benefícios da dívida apontada por Grossman e Hart (1982) é que como o endividamento aumenta a possibilidade de falência, os gestores passam a ter incentivos para trabalharem mais, consumir menores privilégios, tomar melhores decisões de investimentos, entre outras atitudes que reduzam o risco de falência, pois caso a empresa não consiga arcar com suas obrigações de dívidas, certamente os gestores perderão muitos benefícios junto com o controle da corporação, além de perda de reputação.

Já o conflito entre credores e proprietários surge porque os contratos de dívidas incentivam o investimento sub-ótimo. Ocorre que os proprietários podem investir os recursos de terceiros em investimentos de alto retorno, mesmo que as possibilidades de sucesso sejam reduzidas, uma vez que em caso de sucesso, os ganhos extraordinários ficarão com os proprietários, mas em caso de fracasso, os credores arcarão com os custos do empreendimento. Surgem, então, os custos de *agency* do endividamento.

Jensen e Meckling (1976) definiram os custos de *agency* como a soma dos gastos de monitoramento do principal para controlar as ações do agente; mais os gastos com contratos

de obrigações incorridos por parte do agente, que o faz para garantir ao principal que o mesmo não será lesado em seus interesses, ou caso o seja, de que o principal será recompensado pelo mau comportamento; somado, por fim, á perda residual, que é a perda de utilidade do principal causada pela divergência entre as decisões do agente e aquelas que maximizariam o bem-estar do principal. Dessa forma, os custos de *agency* relacionados ao endividamento consistem em: perda de riqueza causada pelo impacto da dívida sobre as decisões de investimento da firma, gastos com monitoramento e contratos de obrigações envolvendo credores e gestores/proprietários; e os custos associados à possibilidade de falência e reorganização das firmas com endividamento excessivo.

Os custos de *agency* são agravados em empresas de mercados emergentes, especialmente para aquelas que fazem uso de estruturas piramidais de controle ou onde os direitos sobre o fluxo de caixa são separados dos direitos de controle. Para essas empresas, diz-se que os custos de *agency* são extremos. Harvey, Lins e Roper (2001), ao investigar os ganhos do endividamento para a classe de empresas com custos extremos de *agency* concluíram que há diferentes tipos de dívidas e o que impacta positivamente no valor das ações é o tipo que permite monitorar os gestores de forma estrita. Essa classe de empréstimos é representada pelo endividamento junto a instituições financeiras internacionais pelo alto grau de exigência e clareza nos tipos de monitoramento requerido, beneficiando inclusive acionistas minoritários que raramente conhecem as decisões dos gestores.

A performance de bancos norte-americanos, medida pela eficiência dos lucros (definida como os lucros obtidos comparativamente aos esperados), mostrou-se positivamente relacionada com a alavancagem no trabalho desenvolvido por Berger e di Patti (2006), indicando que a minimização dos problemas de *agency*, e conseqüentemente de seus custos, melhora o desempenho das firmas pelo seu papel disciplinador e de monitoramento.

Portanto, segundo os modelos baseados nos conflitos de *agency*, uma estrutura de capital ótima pode ser obtida pela comparação entre os custos de *agency* do endividamento e os benefícios da dívida. Dessa maneira, os modelos de agency predizem que a alavancagem é positivamente relacionada com: valor da firma, probabilidade de inadimplência, amplitude da regulação do mercado, fluxo de caixa disponível, valor de liquidação da firma, importância dada à reputação dos gestores e reputação das empresas, haja visto que empresas com históricos de crédito mais longos tendem a ter menores taxas de inadimplência e menores custos de dívida. Por outro lado, espera-se que a alavancagem seja negativamente correlacionada com: oportunidades de crescimento, custo de obtenção de informações e com a probabilidade de reorganização após inadimplência (HARRIS; RAVIV, 1991).

b) Informação Assimétrica

As teorias acerca da assimetria de informações entre gestores, ou *insiders*, e investidores argumentam que os primeiros possuem informações privilegiadas sobre a real situação financeira das firmas, incluindo as oportunidades de investimento e capacidade de pagamento dos contratos de dívidas, o que leva à sub-avaliação dos ativos das companhias feita por parte dos investidores resultante da falta de informações ao mercado. A estrutura de capital escolhida pela empresa seria, então, um sinal da informação privilegiada dos *insiders* aos investidores externos.

Ocorre que com a desvalorização causada pela assimetria de informações entre *insiders* e investidores, em situações onde a firma precise de novos financiamentos para projetos, a sub-avaliação do capital próprio reduz o valor arrecadado com a emissão de novas ações, representando uma perda para os acionistas da empresa, impossibilitando a execução de novos projetos. Esta situação pode ser evitada se a firma utilizar uma fonte de capital que não sofra desvalorização pelo mercado, como seus lucros retidos ou o endividamento por

instituições financeiras. Assim, a estrutura de capital é determinada pela necessidade de financiamento de novos projetos, que é feita primeiramente por capital interno da empresa, depois por dívidas, e em último caso pela emissão de ações. A ordem das fontes de capital utilizadas para financiamento de novos projetos foi denominada por Myers (1984) como "*pecking order*".

As principais implicações da *pecking order theory* são que, em primeiro lugar, o anúncio de novas emissões de ações reduz o valor de mercado das ações já existentes e o financiamento via fundos internos ou por endividamento não causará reações nos preços de mercado das ações. A segunda implicação é que os novos projetos tendem a ser financiados principalmente por recursos internos ou outras fontes derivadas de dívidas de baixo risco. Em terceiro lugar está o fato de que o problema da sub-avaliação dos investimentos diminui após a divulgação de novas informações ao mercado, como relatórios financeiros ou anúncios de lucros, beneficiando o lançamento de novas ações durante este período. Finalmente, firmas com menores taxas de ativos tangíveis em relação ao ativo total são mais sujeitas a assimetrias de informações do que as demais, o que agrava o problema da sub-avaliação dos investimentos, assim, *ceteris paribus*, este tipo de firma tende a acumular mais dívidas ao longo do tempo (HARRIS; RAVIV, 1991).

Os modelos de *pecking order* predizem, portanto, uma relação positiva entre alavancagem e tamanho da assimetria de informações. Além disso, o endividamento deve aumentar quando os investimentos são superiores aos lucros retidos, diminuindo caso contrário; ou ainda, mantendo-se o nível de investimento constante, a alavancagem é menor para firmas com boa lucratividade e, dada a lucratividade, a alavancagem é maior para firmas com mais investimentos.

Fama e French (2000) testaram as proposições dos modelos de *pecking order* e não obtiveram resultados conclusivos sobre a relação entre alavancagem e nível de investimentos,

apenas chegaram a uma forte evidência de que firmas com mais investimentos, tudo o mais constante, possuem menor alavancagem, contradizendo o que estabelece o modelo de *pecking order* acima. Entretanto, os autores citam em seu trabalho que em modelos denominados "*complex pecking order*", a relação negativa entre investimento e alavancagem é explicada pelo fato de as empresas se preocuparem com os custos financeiros correntes e futuros do endividamento, de forma que firmas com grandes expectativas de investimentos mantêm seu endividamento baixo para evitar tanto que futuros projetos de investimentos sejam impedidos por falta de recursos, quanto que os mesmos tenham que ser financiados por novas emissões de ações.

Ainda no mesmo trabalho, os autores encontraram relações positivas entre alavancagem e tamanho das empresas, indicando que firmas grandes, e, portanto, com menor volatilidade dos lucros, apresentam maior alavancagem, corroborando os modelos de *pecking order*. Outra evidência encontrada a favor da teoria de *pecking order* foi a relação negativa entre lucratividade e alavancagem. Por outro lado, os testes também mostraram que há uma relação positiva entre os benefícios fiscais não obtidos pelo endividamento (benefícios fiscais não de dívida) e os níveis de alavancagem, indicando que há outros fatores além do papel sinalizador da dívida que influenciam a estrutura de capital.

Os outros fatores que determinam o nível de endividamento das empresas compõem os modelos chamados de "*tradeoff models*" e são considerados como contraponto aos modelos de *pecking order*, pois estabelecem que as firmas determinam seu nível de endividamento comparando os custos e benefícios da dívida, como os benefícios fiscais não de dívidas, os custos de falência, entre outros. Assim, os modelos de *tradeoff* argumentam que cada empresa tem uma estrutura de capital ótima e que a média do endividamento converge para o endividamento ótimo, contrariando as teorias de *pecking order*, que dizem que não há um nível de endividamento a ser alcançado, apenas a ordem das fontes de capital é seguida

como sinais para investidores externos. Dessa forma, o trabalho de Fama e French (2000) mostrou evidências fortes para a confirmação da teoria de *pecking order*, mas não negou os modelos de *tradeoff* no que se refere aos fatores externos que influenciam a estrutura de capital e nível ótimo da dívida, inclusive por não chegar a conclusões sobre a convergência dos níveis de alavancagem, apesar de esta ter sido testada empiricamente.

Frank e Goyal (2000) também testaram as predições de ambos os modelos e os resultados mostraram que para todas as especificações dos modelos de regressão, as proposições dos modelos de *pecking order* foram rejeitadas. Os autores encontraram convergência dos níveis de endividamento tanto incondicionalmente como condicionalmente a um conjunto de fatores financeiros. Além disso, foi encontrada uma relação positiva entre tangibilidade dos ativos e alavancagem, exatamente oposto ao sinal negativo previsto pelos modelos de *pecking order*.

O uso do endividamento para sinalizar informações internas das companhias para investidores externos não é o foco das controvérsias sobre os modelos de *pecking order*, entretanto, fatores financeiros das empresas parecem ter grande influência no grau do endividamento, conforme mostrado pelos modelos de *tradeoff*. Apesar da falta de consenso, há indícios de que os níveis de alavancagem são estipulados e seguidos conforme as características de cada empresa, o que não nega as predições da teoria de *pecking order*, mas mostra que a decisão da estrutura de capital vai além dela.

c) Modelos Baseados nas Interações de Mercado entre Insumo/Produto

Os modelos incluídos nesta categoria utilizam fundamentos das teorias de organização industrial para explicar o endividamento das empresas. Segundo Harris e Raviv (1991), eles são divididos em dois grupos: o primeiro explora as relações entre a estrutura de capital das firmas e suas estratégias para competir no mercado de produtos; o outro se refere à relação entre a estrutura de capital das firmas e as características de seus insumos ou produtos.

Os modelos que exploram a ligação entre estrutura de capital e estratégias de mercado baseiam-se no fato de que os gestores têm incentivos para maximizar o valor do capital próprio das empresas, ao invés do lucro, e a alavancagem, por sua vez, influencia os retornos deste capital, afetando o equilíbrio das estratégias no mercado de produtos.

A idéia básica desses modelos deriva do modelo de Jensen e Meckling (1976), onde aumentos na alavancagem induzem os proprietários e/ou gestores a investirem em projetos de maior risco. Como os gestores/proprietários de firmas alavancadas recebem retornos apenas quando o valor presente líquido de seus investimentos for positivo, a alavancagem cria um incentivo para aumentar a quantidade de produto no mercado, uma vez que com isso os concorrentes terão um espaço cada vez menor e os retornos esperados aumentarão. Assim, no equilíbrio todas as firmas escolherão um nível de dívida positivo, embora todas estejam em pior situação do que estariam caso não fossem endividadas, pois com a alavancagem, as firmas produzem mais do que deveriam, principalmente em situações de oligopólios (HARRIS, RAVIV, 1991).

A segunda classe de modelos busca identificar características dos produtos/insumos ou de seus mercados que interajam com os níveis de endividamento. Alguns textos são baseados na singularidade do produto/insumo, como o modelo de Titman (1984), onde a liquidação de uma empresa que tenha produtos muito específicos pode impor custos adicionais a seus consumidores ou fornecedores, como a impossibilidade de obter o produto, partes do mesmo e/ou alguns tipos de serviços.

Os custos da possibilidade de liquidação são mais altos para consumidores, trabalhadores e/ou fornecedores de firmas com produtos singulares ou altamente especializados pela dificuldade em encontrar novos mercados que substituam o antigo em caso de liquidação, o mesmo ocorrendo com o capital investido (TITMAN; WESSELS, 1988). A alavancagem pode ser usada para comprometer os acionistas a uma decisão ótima de

liquidação, de forma que os investidores não poderão ignorar os custos de liquidação em sua tomada de decisões.

Obviamente, estes custos variam conforme o ramo de atividade da empresa, isto é, para produtos específicos, singulares ou duráveis o custo imposto a consumidores quando há a liquidação de companhias é maior do que para produtos não-duráveis ou com vários produtores, como commodities. O mesmo efeito é observado quando a reputação da qualidade do produto é importante. Portanto, firmas com produtos singulares ou com necessidade de manter a reputação de sua qualidade tendem a ter menos dívidas em sua estrutura de capital (HARRIS; RAVIV, 1991).

d) Teorias Relacionadas às Considerações sobre Controle Corporativo

A última categoria utilizada para explicar o endividamento das empresas investiga as relações entre o controle corporativo e a estrutura de capital, haja visto que as ações envolvem divisão de patrimônio e direito de voto, enquanto as dívidas não.

O endividamento afeta os retornos dos acionistas que competem pelo controle da firma por meio da distribuição de votos, principalmente quando há concentração de ações no gestor. Ou seja, quanto menor for a pulverização da estrutura acionária, maior será o benefício do endividamento aos controladores, uma vez que a possibilidade da perda de controle se reduz. Além disso, a estrutura de capital afeta a distribuição do fluxo de caixa entre acionistas e credores, isto é, possíveis compradores de ações avaliam os ganhos que terão excluindo a parte comprometida com o pagamento de credores, assim, quanto maior a parcela de dívida na estrutura de capital, menor o ganho para possíveis compradores de ações. Dessa forma, quanto maior o endividamento, maior o ganho dos atuais acionistas, especialmente para os controladores (HARRIS; RAVIV, 1991).

Os modelos baseados na estrutura de controle predizem, portanto, que estruturas acionárias concentradas tendem a ter maior endividamento em sua estrutura de capital, inclusive pela relação negativa entre o sucesso de ofertas acionárias e endividamento. É importante notar que esta linha teórica refere-se somente à incentivos e mudanças na estrutura de capital no curto prazo e considera as características da empresas e de seus papéis como fatores exógenos, deixando os modelos que relacionam estrutura de controle e níveis de alavancagem passíveis de muitas contestações e controvérsias.

Contudo, as empresas brasileiras não parecem guiar-se pelas suposições teóricas explanadas anteriormente para a escolha de sua estrutura de capital, mas sim pelas condições encontradas no mercado para a obtenção de empréstimos e financiamentos comparativamente aos custos e benefícios de usar recursos próprios. Ao comparar o comportamento da estrutura de capital de empresas brasileiras, Eid Junior (1996) teve como objetivo relacionar a decisão de endividamento com as teorias que explicam a formação da estrutura de capital. Com a aplicação de questionários em 1.126 empresas contendo questões que englobam alternativas sobre os fatores que influenciam as decisões dos tipos de financiamentos, o autor obteve cento e sessenta e uma respostas sobre a formação da estrutura de capital de empresas de diversos setores, distribuídas entre S.A.s e de capital fechado. O principal resultado obtido foi que as companhias nacionais escolhem entre as fontes de capital de acordo com as melhores oportunidades oferecidas pelo mercado, independentemente dos conceitos teóricos envolvidos, e a preferência é dada aos financiamentos bancários.

> [...] as empresas apontaram os empréstimos bancários como a primeira fonte a ser obtida no caso de aprovação de um novo projeto. Mas, ao contrário do que propõem Myers e Majluf, a segunda fonte de recursos são as ações ordinárias, aparecendo como última alternativa os lucros retidos (EID JUNIOR, 1996, p. 55).

Isso mostra claramente que as características de cada empresa e as condições econômicas interferem na formação da estrutura de capital. Aspectos relacionados à estabilidade macroeconômica e às características e indicadores financeiros das próprias

companhias, como tamanho, reputação, rentabilidade, crescimento, entre outros, são determinantes na escolha entre o uso dos lucros retidos ou busca de recursos externos, como será visto a seguir.

2.3.2 Características das Empresas que Influenciam o Acesso ao Crédito

Algumas características das empresas minimizam os problemas advindos do ambiente econômico, como as deficiências do sistema judiciário e o baixo desenvolvimento dos mercados financeiros, aumentado o acesso aos mercados de crédito. Empresas sólidas, com visibilidade, ou seja, bem estabelecidas nos mercados onde atuam, e que empregam elevados padrões de transparência, os quais permitem a melhor avaliação pelas instituições financeiras do real risco de inadimplência, são menos propensas a sofrerem com a restrição de crédito. Além disso, a decisão da escolha das fontes de financiamento das empresas pode ser decorrência de suas próprias características, tais como tamanho, rentabilidade, tangibilidade dos ativos, benefícios fiscais, estrutura de propriedade, entre outros.

A influência do ambiente macroeconômico foi constatada pelo trabalho de Soares e Procianoy (2000) que analisaram a influência da inflação no endividamento das empresas com ações negociadas na Bovespa após o Plano Real. Os autores verificaram que houve um aumento nos níveis de endividamento e na utilização de capital de terceiros para composição dos ativos após a queda da inflação, o que pode ser uma conseqüência da maior segurança gerada pela estabilidade política e econômica que adveio com a implantação do plano[4]. Quanto ao perfil do endividamento, as empresas continuam a usar recursos de curto prazo, não tendo sido comprovado o alongamento das dívidas após a mudança econômica e, apesar

[4] A influência da estabilidade econômica também foi comprovada pelo trabalho de Silva e Valle (2005) que mostrou que as empresas norte-americanas possuem maior endividamento de longo prazo em relação às brasileiras. Por outro lado, as empresas brasileiras possuem endividamento de curto prazo maior, o que mostra que o ambiente macroeconômico é um fator relevante para o horizonte das dívidas.

de não ter sido o fator que mais influenciou as alterações na estrutura de capital das empresas da amostra, a inflação está inversamente relacionada aos níveis de endividamento. Por fim, foi constatado que houve mudanças na origem dos recursos após o plano, mas não foi possível identificar uma tendência de comportamento e nem uma maior utilização de determinadas fontes em detrimento de outras.

Em países com sistemas financeiros pouco desenvolvidos, uma das características de grande importância é tamanho dos tomadores. Ao contrário de firmas grandes, pequenos tomadores não conseguem internalizar muitas das funções da alocação de capital intrínsecas ao mercado financeiro. Assim, o desenvolvimento financeiro tem impactos desproporcionais sobre pequenas empresas: em países com baixa proteção aos credores, firmas pequenas têm dificuldades bem mais severas para conseguir crédito do que as grandes, e esta diferença se reduz conforme a proteção ao credor aumenta (IADB, 2005; BERGER; UDELL, 2005). As pequenas e médias empresas usam o crédito bancário significativamente menos do que as grandes, o que é esperado devido ao aumento dos riscos e, conseqüentemente, dos custos administrativos embutidos nos contratos que estas empresas encontram quando procuram os intermediários financeiros com a finalidade de arrecadar recursos para financiar seus projetos de investimento.

> The private markets that finance small business are particularly interesting because they are so different from public markets that fund large businesses. The private equity and debt markets offer highly structured, complex contracts to small firms that are often acutely informationally opaque. This is in contrast to the public stock and bond markets that fund relatively informationally transparent large businesses under contracts that are more often relatively generic (BERGER; UDELL, 1998, p. 614).

Quanto menor for o tamanho da empresa, maior será a proporção dos custos de falência em relação a seu valor, além do que firmas grandes tendem a ser mais diversificadas e menos propensas à falência, recebendo melhores classificações de crédito e pagando taxas de juros menores. Dessa forma, grandes empresas tendem a ser mais alavancadas do que as pequenas (TITMAN; WESSELS, 1988; GOMES; LEAL, 2000).

Grande parte dos recursos das pequenas empresas, diferentemente das grandes, provém dos próprios administradores, familiares ou amigos dos proprietários, e os financiamentos externos geralmente são conseguidos em mercados privados de dívidas, dificilmente em mercados públicos, sendo raras as pequenas empresas que conseguem captar recursos via lançamento de ações. Ademais, a vasta maioria das pequenas empresas é administrada pelos próprios proprietários, o que alivia os conflitos de *agency*, mas introduz outros fatores nas decisões sobre a estrutura de capital, como maior aversão ao risco, incentivos para usar endividamentos externos por dívidas ao invés de lançar ações como forma de manter a propriedade e o controle da firma, entre outros.

Em geral, há quatro grandes razões para as limitações de crédito das pequenas empresas: custos fixos dos empréstimos, *enforcement* imperfeito dos contratos de crédito e custos de falência e informação assimétrica. O custo fixo dos empréstimos é proveniente do fato de que em todos os empréstimos estão associados elevados custos de avaliação, supervisão e cobrança, que são agravados quando o capital é fornecido para pequenas empresas, pois os riscos embutidos nos custos são maiores. O *enforcement* imperfeito e os custos de falência referem-se à possibilidade de haver recusa dos tomadores para pagar os recursos emprestados por terem ganhos superiores aos pagamentos nos casos de inadimplência, ou, mesmo em casos de contratos perfeitos, os credores podem incorrer em prejuízos causados por atrasos e elevados custos para executar as garantias em casos de falência. Por fim, os problemas de seleção adversa e risco moral são agravados quando pequenas empresas são envolvidas nas transações pela falta de transparência e visibilidade que cerceiam os pequenos empreendimentos (BERGER; UDELL, 2005).

A restrição ao crédito das pequenas e médias empresas é, dessa forma, gerada pelas lacunas deixadas pelo sistema legal, que deixa de cumprir seu papel repressor dos comportamentos não competitivos dos agentes e, com isso, atrapalha o funcionamento do

sistema financeiro. O fato de que as empresas pequenas ou novas no mercado são mais prejudicadas quando precisam recorrer às instituições financeiras para conseguir financiar seus projetos só agrava esta situação, mas não é a causa da falta de acesso ao crédito.

Há diferenças também no perfil das dívidas entre empresas grandes e pequenas. As grandes empresas são privilegiadas no acesso ao mercado de crédito, principalmente em relação ao crédito de longo prazo. Como as pequenas empresas têm dificuldades para negociar papéis no mercado de capitais, a falta de alternativas as faz buscar financiamentos principalmente por empréstimos de curto prazo. Existe, portanto, uma relação positiva entre tamanho e dívidas de longo prazo, mas esta relação pode se inverter quando são analisadas as dívidas de curto prazo. Empiricamente, estudos confirmam a relação negativa entre tamanho e alavancagem de curto prazo (TITMAN; WESSELS, 1988; PEROBELLI; FAMÁ, 2002), como também mostram que empresas maiores tendem a ter mais dívidas em sua estrutura de capital (SILVA; VALLE, 2005; CHEN; XUE, 2004).

Porém, há muitos estudos que mostram uma relação negativa entre endividamento total e tamanho das empresas, o que pode ser explicado pelos custos de emissão de ações, que também são relativamente mais altos para pequenas empresas, forçando-as a buscar o mercado de dívidas, principalmente de curto prazo. Assim, os resultados dessas pesquisas mostram que empresas maiores são menos alavancadas do que as pequenas, principalmente no Brasil onde os juros elevados e a grande dificuldade para obter financiamentos de longo prazo levam as grandes empresas a utilizar outras fontes de capital (GOMES; LEAL, 2000).

Silva (2002) evidencia que, além do tamanho, aspectos como a estrutura dos ativos da empresa, outros benefícios fiscais que não os gerados pelo endividamento e a lucratividade também exercem influências sobre a decisão de endividamento.

A estrutura dos ativos pode afetar de duas formas a escolha do nível de endividamento das firmas. Por um lado, conforme discutido sobre os conflitos de *agency*,

gestores de firmas alavancadas têm incentivos para investir em projetos sub-ótimos para expropriar a riqueza dos credores. Se as dívidas forem adquiridas com base em garantias firmadas nos contratos, o tomador, e o próprio gestor, ficam restritos a usar os recursos para projetos específicos, reduzindo os problemas de *agency*. Assim, quanto mais ativos possam ser utilizados como garantias, menor será o custo do endividamento e, portanto, maior a alavancagem. Quanto menor o montante de ativos que possam ser utilizados como garantias, os credores irão requerer termos mais favoráveis a si próprios nos contratos, levando as firmas a usarem mais recursos próprio do que de terceiros (TITMAN; WESSELS, 1988; PEROBELLI; FAMA, 2002; GOMES; LEAL, 2000).

Por outro lado, maiores níveis de dívidas reduzem o uso excessivo de privilégios pelos gestores devido à possibilidade de falência e ao monitoramento mais severo que sofrerão. Se as empresas não possuírem ativos tangíveis, os custos de falência e monitoramento serão ainda maiores, mas elas irão escolher níveis de endividamento mais altos justamente para inibir o comportamento abusivo de seus gestores (GROSSMAN; HART, 1982).

Ao testar empiricamente a relação entre ativos tangíveis e alavancagem, alguns estudos mostraram que mais garantias reduzem os custos do endividamento, logo, firmas com mais ativos tangíveis são mais alavancadas (GOMES; LEAL, 2000; SILVA; VALLE, 2005; CHEN; XUE, 2004). Há, porém, pesquisas que mostram que este fator não é relevante para a alavancagem (TITMAN; WESSELS, 1988; PEROBELLI; FAMÁ, 2002; JORGE; ARMADA, 2001).

A lucratividade, conforme discutido nas teorias de *pecking-order*, influencia na decisão de buscar recursos externos, haja visto que a lucratividade passada e os lucros disponíveis para serem retidos determinam a estrutura de capital pelos custos e benefícios do financiamento com recursos próprios *versus* de terceiros, principalmente em relação à

comparação feita entre os benefícios fiscais advindos com o endividamento e os custos dos contratos financeiros. A vasta maioria dos trabalhos que analisam esta relação mostra que existe uma relação negativa entre lucratividade e alavancagem, principalmente para as dívidas de curto prazo[5].

Existem outros benefícios fiscais referentes à dedução de taxas de depreciação, subsídios, investimentos, entre outros, que são substitutos aos benefícios fiscais das dívidas. Isto leva a uma relação inversa entre os benefícios fiscais não de dívidas e alavancagem, pois empresas que possuem boas vantagens fiscais sem necessitarem recorrer ao endividamento buscarão manter menores níveis de alavancagem, como mostrado pelos trabalhos de Silva e Valle (2005) e Chen e Xue (2004). Outros trabalhos foram inconclusivos quando testaram esta relação, como Titman e Wessels (1988), Gomes e Leal (2000) e Jorge e Armada (2001).

Especificamente em relação aos investimentos, o crescimento das empresas é um fator importante na sua busca por dívidas. Titman e Wessels (1988) argumentam que firmas em crescimento têm maior flexibilidade na escolha de seus projetos futuros de investimento, o que aumenta a possibilidade de investir em projetos sub-ótimos e expropriar a riqueza de credores, ou seja, o crescimento futuro possui uma relação negativa com os níveis de dívida de longo prazo. Entretanto, as dívidas de curto prazo podem ajudar a reduzir problemas de *agency*, principalmente pela possibilidade de renovação dos contratos de endividamento, isto é, pela substituição das dívidas de curto prazo por dívidas de médio e longo prazo. Assim, há uma relação positiva entre alavancagem de curto prazo e crescimento esperado.

A relação entre alavancagem e oportunidades de crescimento pode ser vista também pela ótica dos custos de falência. Isto é, as empresas podem não adquirir dívidas para financiar seus projetos uma vez que o crescimento acelerado e o investimento necessário geram créditos fiscais, como citado acima, reduzindo a atratividade do endividamento. Além

[5] Ver os textos de Titman e Wessels (1988), Perobelli e Famá (2002), Gomes e Leal (2000), Silva e Valle (2005) e Chen e Xue (2004).

disso, o custo de falência das empresas com altas taxas de crescimento é maior porque seu valor é determinado por ativos intangíveis e pelos retornos futuros (GOMES; LEAL, 2000).

Lang, Ofek e Stulz (1995) mostram que há uma forte relação negativa entre alavancagem e oportunidades de crescimento das empresas. O foco da argumentação é que os gestores escolhem a alavancagem baseados nas informações privilegiadas que possuem acerca do crescimento futuro de suas firmas. Se houver boas possibilidades de crescimento, os gestores deveriam escolher menos dívidas na estrutura de capital porque parte dos retornos dos projetos ficarão com os credores. Ademais, a relação negativa também é esperada pela limitação que o endividamento impõe às decisões administrativas, principalmente para empresas com más oportunidades de crescimento. Os resultados mostraram que a relação negativa entre oportunidades de crescimento e alavancagem ocorre tanto para investimentos na atividade principal, como para segmentos secundários das empresas, mas esta relação se mantém apenas para firmas com baixo valor de mercado, ou seja, para firmas que não possuem bons projetos de investimento ou com projetos que não possuem valor reconhecido pelo mercado.

Outros resultados de trabalhos empíricos mostram, em geral, que a relação negativa entre oportunidades de crescimento e alavancagem se confirma (PEROBELLI; FAMÁ, 2002; GOMES; LEAL, 2000). Há, entretanto, estudos que mostram uma relação positiva entre as variáveis (CHEN; XUE, 2004; JORGE; ARMADA, 2001), mas, na maioria das vezes, as relações positivas são acompanhadas por não significância da variável de oportunidades de crescimento para explicar a alavancagem.

Por fim, algumas pesquisas têm mostrado que a alavancagem presente tem forte correlação com o endividamento passado. Frank e Goyal (2000) encontraram que em empresas com baixos índices de alavancagem, o endividamento é persistente com o passar do tempo; além disso, dívidas de longo prazo não são totalmente repostas com a maturação, logo,

quanto maior é o endividamento de longo prazo de uma empresa, menor será o endividamento total no ano subseqüente. A dependência entre as dívidas atuais e passadas pode ser decorrência, entre outros fatores, da errada classificação das dívidas de curto prazo nos balanços patrimoniais devido a seu caráter de permanente renovação, o que as caracterizaria como endividamento de médio ou longo prazo (JORGE; ARMADA, 2001). Os índices de alavancagem defasados também se mostraram significativos para a lucratividade presente, fato explicado por Frank e Goyal (2000) pela lucratividade não ter seus efeitos sentidos imediatamente, mas talvez este efeito seja decorrente de desalinhamentos entre as operações financeiras e os períodos contábeis.

Nota-se, dessa forma, que os indicadores financeiros, principalmente a alavancagem, possuem um efeito dinâmico e reflexivo ao longo do tempo, os quais interagem e se adaptam aos diferentes momentos do mercado.

A transparência das empresas é outro aspecto de influência no acesso ao crédito e tem se destacado nos últimos anos. Barcellos e Carvalho (2002) mostraram que o nível de transparência e o grau de imobilização dos ativos das empresas brasileiras foram considerados como fatores determinantes para obtenção de crédito, principalmente para empresas de capital aberto. Soma-se o fato de que o acesso ao crédito, tanto de curto como de longo prazo, é facilitado para firmas maiores, o que pode ser explicado pela maior disponibilidade de colateral, pela preocupação com a qualidade das informações fornecidas ao mercado e pelo maior poder de barganha política e econômica que essas firmas possuem, ajudando na obtenção ao crédito.

Neste cenário estão incluídas as práticas de governança corporativa, cujas bases são a prestação de contas, transparência e equidade no tratamento de acionistas. Com isso, a governança tem se mostrado um mecanismo eficiente de segurança a credores e de redução

dos conflitos de *agency*, aumentando, em geral, o acesso ao crédito das empresas empregam suas práticas.

A governança corporativa pode ser vista como recomendações que ajudam a resolver os conflitos de interesses entre os vários *stakeholders*, não servindo apenas para amenizar o problema de comprometimento, mas também para balancear os direitos e interesses das diferentes partes envolvidas nas firmas, ou seja, administradores, credores, empregados, entre outros.

Recentemente, incorporou-se nos estudos sobre financiamento empresarial a preocupação com a governança corporativa. Busca-se, dessa maneira, verificar se empresas bem estabelecidas nos mercados onde atuam e que empregam elevados padrões de transparência em suas demonstrações contábeis são menos propensas a sofrer restrição ao crédito, uma vez que permitem que as instituições financeiras as avaliem de forma mais adequada, oferecendo maior credibilidade.

Quanto maior o nível de transparência, incluindo melhores práticas de governança corporativa, menor a incerteza dos investidores acerca da empregabilidade de seu capital. Poshakwale e Courtis (2005) comprovaram que maiores níveis de transparência voluntariamente adotados por bancos de cento e trinta e cinco países da Europa, América do Norte e Austrália estão associados a reduções no custo do capital próprio. Ou seja, com menor incerteza, os investidores estão dispostos a aceitar menores retornos esperados, o que reduz o custo do capital próprio das empresas. Mostraram ainda que as reduções são influenciadas principalmente por melhores padrões de transparência acerca dos riscos das práticas administrativas, que são as técnicas utilizadas para mensurar, administrar e monitorar os riscos das operações bancárias.

Ao relacionar a governança corporativa, mediante a separação entre propriedade e controle da empresa, com a estrutura de capital, Silva (2002) afirma que quando a governança

corporativa é ineficiente, o risco de expropriação é maior e as empresas passam a depender basicamente do financiamento interno. Ao analisar a relação existente entre as variáveis de governança corporativa e a determinação da alavancagem financeira, os resultados apontaram que: (i) a concentração dos direitos de voto tem relação positiva com a alavancagem financeira; (ii) a concentração dos direitos de fluxo de caixa tem relação negativa com a alavancagem financeira; e (iii) a separação entre a concentração dos direitos de voto e fluxo de caixa dos controladores tem relação positiva com a alavancagem financeira.

Embora a governança corporativa aumente o alinhamento entre os interesses de gestores, proprietários e credores – e, por isso, é de se esperar que empresas com melhores níveis de governança corporativa apresentem maior acesso a recursos de terceiros – o próprio endividamento por si só já representa uma forma de disciplina para os gestores/proprietários, conforme destacado por Perobelli et alii (2005, p. 6): "a opção pelo maior endividamento poderia eliminar a necessidade de mecanismos adicionais de governança corporativa". Os mesmos autores, ao investigar a endogeneidade entre governança corporativa[6] e grau de alavancagem, concluíram que há uma relação positiva entre a governança corporativa e o endividamento, mas os resultados não foram significativos quando se testou a influência da alavancagem sobre a governança corporativa.

Dada a importância que a governança corporativa tem tido nos últimos anos perante o mercado financeiro e o fato de este ser o tema central desta dissertação, o próximo tópico traz uma breve revisão sobre o assunto, com os principais modelos de governança existentes, os benefícios para as empresas, mesmo incorrendo em custos adicionais, e como a governança corporativa tem mudado o perfil das empresas em relação aos valores corporativos e a conseqüência disto para a valorização de seus patrimônios.

[6] A governança corporativa foi medida por um índice de governança (IGOV) calculado pelos autores por um conjunto de vinte perguntas binárias, respondidas pela análise de dados secundários, referentes a: acesso à informações, conteúdo das informações, estrutura do conselho de administração e estrutura de propriedade e controle.

2.4 Governança Corporativa

Os mecanismos de gestão associados às regras de governança corporativa têm ganhado destaque no cenário empresarial após os escândalos corporativos causados pela falência de empresas como a Enron, Worldcom, HealthSouth, Global Crossing e Adelphia, que divulgaram falsas informações financeiras para atrair investidores no final dos anos 90 e início dos anos 2000. Os prejuízos para os investidores foram tamanhos que levaram à aprovação de uma nova lei nos Estados Unidos em 2002, chamada de Lei Sarbanes-Oxley, que criou regras mais rígidas para divulgação de informações financeiras e a obrigatoriedade de auditorias freqüentes em empresas norte-americanas de capital aberto.

Apesar de bastante diferente do cenário brasileiro, os casos ocorridos nos Estados Unidos mostram que o ambiente institucional influencia os padrões de controle e propriedade das empresas e, em última instância, o desenvolvimento das regras de governança corporativa, que podem ser entendidas como um sistema de gestão corporativa e representação dos interesses de acionistas controladores e minoritários. Em países em desenvolvimento, a governança corporativa é muito focada em privilegiar os proprietários, devido ao fato de que quando os instrumentos de comprometimento corporativo são ausentes ou fracos, a característica típica da governança corporativa é a alta concentração de propriedade e, com isso, a presença de acionistas controladores torna-se uma conseqüência inevitável e o principal conflito de governança corporativa ocorre entre acionistas controladores e minoritários, diferentemente do que ocorre em países desenvolvidos, onde os conflitos são entre administradores e o grande número de acionistas pulverizados. Conforma comentado por La Porta et alii (2000):

> Strong investor protection is associated with effective corporate governance, as reflected in valuable and broad financial markets, dispersed ownership of shares, and efficient allocation of capital across firms (LA PORTA et alii, 2000, p.24).

Desta forma, padrões de governança corporativa copiados de economias com mercados mais desenvolvidos têm uma chance muito pequena de serem adotados, ou mesmo, aplicados com sucesso em economias em desenvolvimento, sem antes passarem por uma reforma adequada para adaptarem-se ao novo ambiente institucional. Assim, o desafio não é somente adotar o melhor e mais efetivo mecanismo de governança corporativa em economias menos desenvolvidas, mas, ao mesmo tempo, aliviar os custos potenciais intrínsecos às estruturas de propriedade, uma vez que em países em desenvolvimento deve-se confiar menos no *enforcement* público e encontrar o nível adequado de proteção aos direitos dos acionistas minoritários (BERGLÖF; CLAESSENS, 2004).

A presença dos acionistas majoritários prejudica o crescimento das firmas, pois estes agem de acordo com seus próprios interesses a fim de obter benefícios privados, ao invés de se preocuparem com o aumento do valor da firma como um todo e com as taxas de retorno das ações dos acionistas minoritários. O mercado de controle corporativo torna-se, com isso, menos ativo, fazendo com que os *takeovers* sejam mais hostis e os conflitos tenham maiores dificuldades de resolução. Dessa forma, como os proprietários das empresas indicam os componentes dos conselhos corporativos, deve-se esperar que as práticas de governança corporativa sejam menos independentes e, portanto, menos eficazes (BERGLÖF; CLAESSENS, 2004).

O uso de bancos como emprestadores e monitores de fundos às empresas ajuda a desenvolver os mecanismos de governança, pois como emprestadores, os bancos exercem uma influência direta na governança das corporações, requerendo que as firmas tenham um comportamento que assegure o pagamento de seus empréstimos. Como monitores, os bancos podem compensar algumas falhas no ambiente geral de *enforcement*, uma vez que a repetição das negociações dá a eles a reputação necessária para tornar o monitoramento do cumprimento dos contratos mais ágil e com menores custos. Obviamente, os empréstimos

bancários contam com a efetividade da estrutura legal na regulamentação e supervisão dos mercados, o que faz com que o *enforcement* público seja sempre necessário. Somando-se a isso, os mercados de crédito estimulam a competição entre as empresas como meio para aumenta seus rendimentos, pressionando-as, portanto, a melhorarem sua performance e aprimorarem suas práticas de governança.

Outra fonte disciplinadora das ações tomadas por administradores ou por proprietários/controladores é a divulgação das atividades de governança empregadas nas empresas para a sociedade e para a mídia em geral, que os obriga a empregar mecanismos de reputação como formas de avaliar o desempenho das empresas e a adotar códigos de governança claros e bem estabelecidos, a fim de coordenar as informações coletadas sobre as companhias e estabilizar os padrões a serem seguidos, sendo mecanismos bastante valorizados pelos acionistas.

Dessa forma, os esforços do setor privado para aumentar o *enforcement* de uma economia são, freqüentemente, mais efetivos do que os esforços estatais, apesar das duas formas serem complementares. O arranjo de códigos e regras privadas geralmente serve de base para a formulação, ou mesmo para a devida adequação, das leis públicas e para o *enforcement* dessas leis, conforme vão surgindo novas necessidades dos mercados financeiros. Entretanto, o balanço estabelecido entre a aplicação de regras privadas e do *enforcement* privado das leis públicas depende, obviamente, da qualidade do ambiente legal e da força das instituições jurídicas existentes no mercado, pois uma forma particular de governança corporativa pode desempenhar um importante papel na redução dos custos de agência, embora sempre haja espaço para o *enforcement* público, e vice-versa (BERGLÖF; CLAESSENS, 2004).

Perobelli et alii (2005) destacam que as características das empresas também são determinantes de suas estruturas de governança corporativa. São fatores como oportunidades

de crescimento, estrutura dos ativos, desempenho, fluxo de caixa e emissão de *American Depositary Receipts* (ADR), que possuem uma relação positiva com as regras de governança corporativa pela associação que tais regras possuem em relação ao maior grau de segurança passado aos investidores perante o mercado financeiro.

Atualmente, existem três modelos de governança corporativa que prevalecem nos mercados. O “Modelo Atual” de governança tem como principal característica a gerência por poucos acionistas controladores e o emprego de práticas informais de governança. Já o “Modelo Emergente” se diferencia do primeiro pela adoção de práticas de governança mais formalizadas, apesar de ainda ser gerenciado por poucos acionistas controladores. As empresas que empregam o terceiro modelo, o “Modelo de Mercado”, utilizam o compartilhamento de controle e práticas formais de governança em sua gestão, além de regras rígidas de transparência e prestação de contas (KORN/FERRY INTERNATIONAL; MACKINSEY & COMPANY, 2001).

Como a melhoria das práticas de governança está estritamente relacionada à maior capacitação dos conselheiros e à qualidade e dinâmica da tomada de decisões, quando uma empresa deixa de adotar o Modelo Atual e passa para o Emergente, a profissionalização das práticas de governança torna a tomada de decisões mais eficiente, melhora o relacionamento com o mercado de capitais e com os órgãos reguladores e passa a dar mais atenção aos interesses dos acionistas minoritários, o que as leva a um melhor desempenho. Como conseqüências das melhores estratégias podem ser destacadas a queda do custo de capital e a maior atratividade para os investidores. Os empecilhos à mudança surgem pela vontade dos acionistas controladores em manter seus benefícios adquiridos dentro do antigo esquema de organização corporativa e pela falta de modelos que possam ser usados como referência para os conselheiros.

Como o Modelo de Mercado é o único que propõe o compartilhamento de controle da empresa, ele permite captar recursos que financiem ambiciosos projetos de crescimento, o que pode superar as disponibilidades de caixa ou a capacidade de endividamento. Ademais, o compartilhamento também ajuda na entrada em novos mercados que exigem um planejamento estratégico mais avançado.

A implementação dos modelos, a superação das barreiras encontradas dentro das próprias empresas e a avaliação do desempenho das novas estruturas e dos processos de governança são as principais dificuldades encontradas para estabelecer o modelo de governança a ser seguido, uma vez que um modelo pode ser mais adequado do que o outro, dependendo dos objetivos das companhias e do cenário competitivo em que elas estão inseridas.

A Korn/Ferry International, em conjunto com a MacKinsey & Company (2001), elaborou uma pesquisa que teve por objetivo entender como é a governança corporativa nas grandes empresas brasileiras. Foram entrevistados 127 conselheiros de 74 empresas brasileiras – apenas empresas com faturamento superior a US$250 milhões. As respostas representam a opinião individual de cada conselheiro, mas refletem o ponto de vista das empresas como um todo. Em linhas gerais, a principal conclusão é que o modelo adotado na maioria das empresas brasileiras é bastante similar ao Modelo Atual descrito anteriormente, caracterizando-se por uma forte concentração de propriedade nas mãos de apenas alguns acionistas majoritários – em geral, os três maiores acionistas detêm 85% do total de ações ordinárias –, o que leva a uma sobreposição entre propriedade e liderança executiva, onde os membros do conselho representam os interesses dos acionistas controladores ou majoritários e os acionistas minoritários são pouco ativos. Além disso, as estruturas e os procedimentos de governança são informais, inexistindo, por exemplo, a constituição de subcomitês na estrutura organizacional. Outro ponto de destaque é que, apesar dos acionistas minoritários acharem a

transparência na comunicação insuficiente, a maioria dos membros do conselho considera satisfatório o nível de comunicação com os mercados financeiros, pois argumentam que não há interesse em divulgar informações sigilosas aos concorrentes.

De forma mais detalhada, a governança corporativa na maioria das empresas brasileiras é precária, com baixos níveis de divulgação de informações ao mercado, demonstrações contábeis ruins comparativamente aos padrões internacionais e há uma grande concentração de ações com poucos acionistas, deixando os acionistas minoritários com um papel pouco significativo nas tomadas de decisões. O controle das empresas, em sua maioria, é do tipo familiar, compartilhado (poucos investidores) ou multinacional, o que faz com que o corpo do conselho normalmente seja formado por representantes dos acionistas majoritários, havendo uma grande indefinição na separação entre as funções dos conselhos e da gestão executiva, principalmente em empresas familiares. Soma-se a isto o fato de que as informações fornecidas nos relatórios não são devidamente analisadas pelos executivos antes de reuniões decisivas, o que mostra que os conselheiros não estão suficientemente preparados para as tomadas de decisões.

Ainda, somente metade dos conselheiros acredita que é possível criar valor para a empresa por meio do aprimoramento dos modelos de governança, a outra metade acha que nenhum valor pode ser gerado com essas mudanças. Além disso, a percepção do vínculo entre governança corporativa e criação de valor varia bastante conforme o tipo de propriedade, sendo maior para as empresas familiares, seguidas pelas empresas de controle compartilhado e, em último, pelas multinacionais.

O contexto econômico nacional onde as empresas se desenvolveram, as fontes de financiamento e a cultura de liderança contribuíram em grande parte para definir a forma de gestão das firmas brasileiras. Porém, alguns fatores, como a globalização econômica, a redução do custo do capital para empresas com bom desempenho, as certificações da

BOVESPA de acordo com os níveis diferenciados de governança, a reforma dos fundos de pensão, ente outros, mostram que o modelo atual de governança descrito acima precisa ser alterado.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), fundado em 1995, foi o primeiro órgão brasileiro a focar especificamente nos conceitos de governança corporativa, sendo um dos principais responsáveis pela introdução do conceito de governança no país e pelo reconhecimento e disseminação da importância das boas práticas de governança no fortalecimento das empresas. Dentre suas iniciativas e esforços neste sentido, destacam-se a elaboração e revisão do Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa, lançado em maio de 1999 e relançado em Edição Revista e Ampliada em abril de 2001. O objetivo principal deste código é indicar os caminhos que possam conduzir as empresas a melhorarem seu desempenho e facilitar seu acesso aos investimentos, abordando temas como a propriedade, gestão, auditoria independente, conselho fiscal, ética e conflitos de interesse.

A melhora na percepção do mercado das empresas que adotaram melhores práticas de governança foi constatada pelo trabalho feito por Silveira (2002), que teve por objetivo investigar se a estrutura de governança corporativa foi relevante para as companhias brasileiras abertas de 1998 a 2000 e se as companhias que se adequaram às normas de governança recomendadas pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) alcançaram maior valor de mercado ou tiveram melhor desempenho neste período. Para tal, foram utilizadas três variáveis de governança: presença de pessoas distintas ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do conselho, tamanho do conselho de administração e independência do conselho de administração. Os resultados mostraram que empresas que separaram a ocupação dos cargos de diretor executivo e presidente do conselho causaram uma percepção melhor no mercado do que propriamente no desempenho resultante das atividades operacionais da companhia; a

variável tamanho do conselho mostrou que um conselho com tamanho intermediário é melhor para o desempenho da companhia, embora isso não seja captado pelo mercado. Finalmente, a variável independência do conselho não apresentou relação significativa contra as variáveis de valor e desempenho. Resumidamente, a relação entre governança e valor de mercado é diferente daquela existente entre governança e desempenho da empresa, sendo mais forte com o valor da empresa.

Okimura (2003) investigou a relação entre a estrutura de propriedade e controle e entre o valor de mercado e o desempenho das empresas privadas, não-financeiras, listadas na BOVESPA, entre os anos 1998 e 2002. A análise teve como objetivo compreender os conflitos de agência resultantes da separação entre propriedade e controle sob o ponto de vista das práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas brasileiras, com base no uso de três variáveis de estrutura de propriedade, que foram: concentração de votos, concentração de capital e o grau de excesso de votos, sempre em relação aos acionistas controladores. Os resultados mostraram que há uma influência positiva da concentração de votos no valor da empresa e uma influência negativa do excesso de votos no valor, embora esta tenha sido positiva no desempenho. Por fim, a concentração de capital não apresentou resultados significantes. Pode-se concluir, portanto, que a empregabilidade da governança corporativa aumenta a demanda pelos papéis da empresa, reduzindo seu custo de capital, conseqüentemente, valorizando seus títulos na emissão.

Muitos avanços foram feitos nos últimos anos no que diz respeito ao aprimoramento das regras de governança corporativa. Entretanto, em uma pesquisa do I*nstitutional Shareholder Services* (ISS), denominada *Global Investor Study* 2006, os investidores apontaram as áreas da governança corporativa que consideram mais passíveis de melhorias. A amostra contou com trezentas e vinte e duas respostas de investidores de trezentas instituições distribuídas em dezoito países. As alternativas que tiveram os maiores percentuais de

respostas foram: papel e qualificação do conselho de administração, que obteve 75% de indicação; divulgação e transparência de informações, com 73%; pagamentos a funcionários, especialmente membros do conselho, com 43% das respostas; globalização e harmonização dos padrões de divulgação de informações, com 32%; e, por fim, com 26% das respostas, foi apontado o processo de votação das decisões.

A governança corporativa é, portanto, uma forma de auto-regulação encontrada pelo mercado como alternativa para diminuir os problemas de assimetria de informações entre investidores e tomadores e, da mesma forma, os problemas de *agency*, visto que ambos causam distorções na alocação e acesso aos recursos. O sistema legal e o *enforcement* das leis são outras vias pela qual os problemas das transações financeiras podem ser minimizados, pois aumentam a segurança dos fornecedores de recursos de que terão os retornos de seus investimentos ou de que conseguirão reaver as garantias previstas nos contratos, estimulando o desenvolvimento financeiro.

Além dos fatores institucionais, há a avaliação que os credores fazem dos tomadores pelas características de seus empreendimentos, buscando informações que indiquem a qualidade dos projetos, como a lucratividade, tamanho, disponibilidade de colateral, entre outros. Da mesma forma, os tomadores avaliam seus atributos financeiros e comparam os custos de pegar emprestado com o uso de seus próprios recursos, que somados a outros benefícios das dívidas, como o papel disciplinador que impõe sobre os gestores, decidem pela busca ou não de recursos de terceiros.

Nota-se, dessa forma, que o acesso ao crédito é algo delicado, especialmente em países que possuem ambientes institucionais fracos, onde os problemas para a captação de recursos são agravados, limitando o crescimento econômico. No próximo capítulo será analisado o mercado de crédito e de capitais no Brasil, suas evoluções, condições de acesso

aos recursos e ambiente institucional, fatores determinantes para o desenvolvimento dos empreendimentos nacionais.

3 FINANCIAMENTO EMPRESARIAL E O MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

As principais fontes de recursos do sistema financeiro são os intermediários financeiros e o mercado de capitais. No Brasil, o órgão normativo de ambas as fontes é o Conselho Monetário Nacional (CMN), o qual possui duas grandes entidades supervisoras das atividades financeiras, sendo elas o Banco Central do Brasil (Bacen) e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). O quadro abaixo mostra a organização do CMN e seus operadores financeiros, principais fornecedores de recursos:

Quadro 01 – Organização do CMN e principais operadores de crédito

<table>
<tr><th>Órgão Normativo</th><th>Entidades supervisoras</th><th colspan="6">Operadores</th></tr>
<tr><td rowspan="11">Conselho Monetário Nacional</td><td rowspan="10">Banco Central do Brasil (Bacen)</td><td rowspan="10">Instituições financeiras captadoras de depósitos à vista</td><td>Bancos Múltiplos</td><td rowspan="10">Demais instituições financeiras</td><td>Agências de Fomento</td><td rowspan="11">Outros intermediários financeiros e administradores de recursos de terceiros</td><td rowspan="2">Sociedades Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários</td></tr>
<tr><td rowspan="3">Bancos Comerciais</td><td>Associações de Poupança e Crédito</td></tr>
<tr><td>Bancos de Desenvolvimento</td><td rowspan="3">Sociedades de Arrendamento Mercantil</td></tr>
<tr><td>Bancos de Investimento</td></tr>
<tr><td>BNDES</td></tr>
<tr><td>Caixa Econômica Federal</td><td>Companhias Hipotecárias</td></tr>
<tr><td rowspan="3">Cooperativas de Crédito</td><td>Sociedades de Crédito</td><td rowspan="2">Sociedades Corretoras de Câmbio</td></tr>
<tr><td>Sociedades de Crédito Imobiliário</td></tr>
<tr><td>Sociedades de Crédito ao Micro-empreendedor</td><td>Administradoras de Consórcio</td></tr>
<tr><td>Comissão de Valores Mobiliários (CVM)</td><td colspan="2">Bolsas de Mercadorias e Futuros</td><td colspan="2">Bolsas de Valores</td><td>Sociedades Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários</td></tr>
</table>

Fonte: Banco Central do Brasil

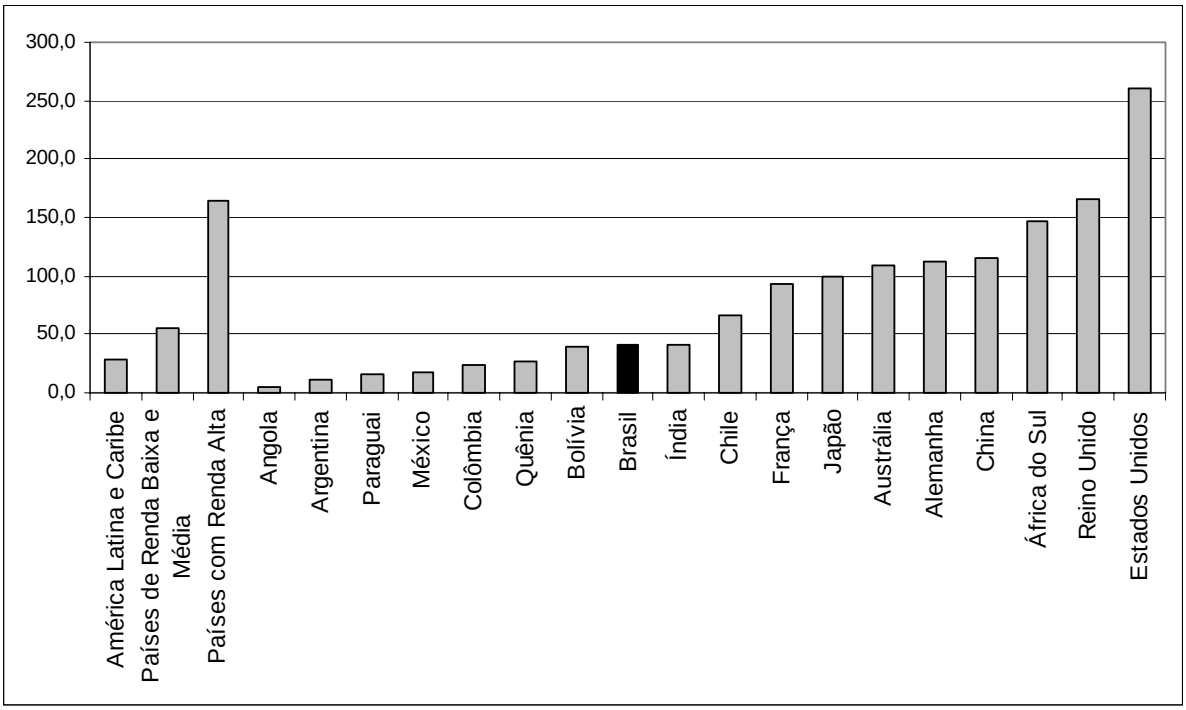
O presente capítulo visa descrever a obtenção de recursos externos das empresas brasileiras no mercado nacional e, para tanto, está dividido como se segue. A primeira seção abordará a concessão de crédito mediante instituições financeiras, principalmente bancos, mostrando a evolução dos indicadores de crédito nos últimos anos, a comparação entre o mercado brasileiro com os de outros países e os maiores problemas para os empresários nacionais para desenvolverem seus empreendimentos, levantados por uma pesquisa do Banco Mundial no ano 2000. A segunda parte aborda o mercado de capitais, uma vez que este é uma fonte alternativa de recursos, destacando sua evolução e títulos mais negociados, seguida pela seção que aponta os problemas legais do sistema financeiro com destaque para a Lei das Sociedades Anônimas (Lei das S.As), um dos maiores entraves para aumentar a concessão de crédito no país. A última parte traz a descrição dos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA e como esta classificação está ajudando a melhorar o padrão das empresas pertencentes ao mercado de capitais.

3.1 Crédito mediante Instituições Financeiras

O montante de crédito concedido pelas instituições financeiras no Brasil é baixo relativamente a outros países em desenvolvimento e praticamente insignificante quando comparada ao crédito fornecido por países desenvolvidos, mostrando que os intermediários financeiros no Brasil ainda possuem um amplo espaço para crescer e se desenvolver, além de ser um indicativo da existência de uma forte relação entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico.

O gráfico a seguir mostra que a média de concessão de crédito dos países da América Latina em 2005 foi inferior à média dos países com renda baixa e média e também

bem abaixo dos países com renda alta. Pode-se notar que, em geral, países desenvolvidos como França, Japão, Austrália, Alemanha, China, África do Sul, Reino Unido e Estados Unidos possuem a proporção crédito ao setor privado/Produto Nacional Bruto (PNB) próxima ou acima de 100%, destacando-se a razão dos EUA, que é mais do que o dobro de seu PNB. O crédito ao setor privado do Brasil em 2005, segundo o Banco Mundial, foi de 41%, abaixo de países em desenvolvimento como Chile e Índia e somente maior do que países com faixa de renda similar, como México e Argentina, e do que outros países mais pobres, como Angola, Paraguai, Colômbia, Quênia e Bolívia.

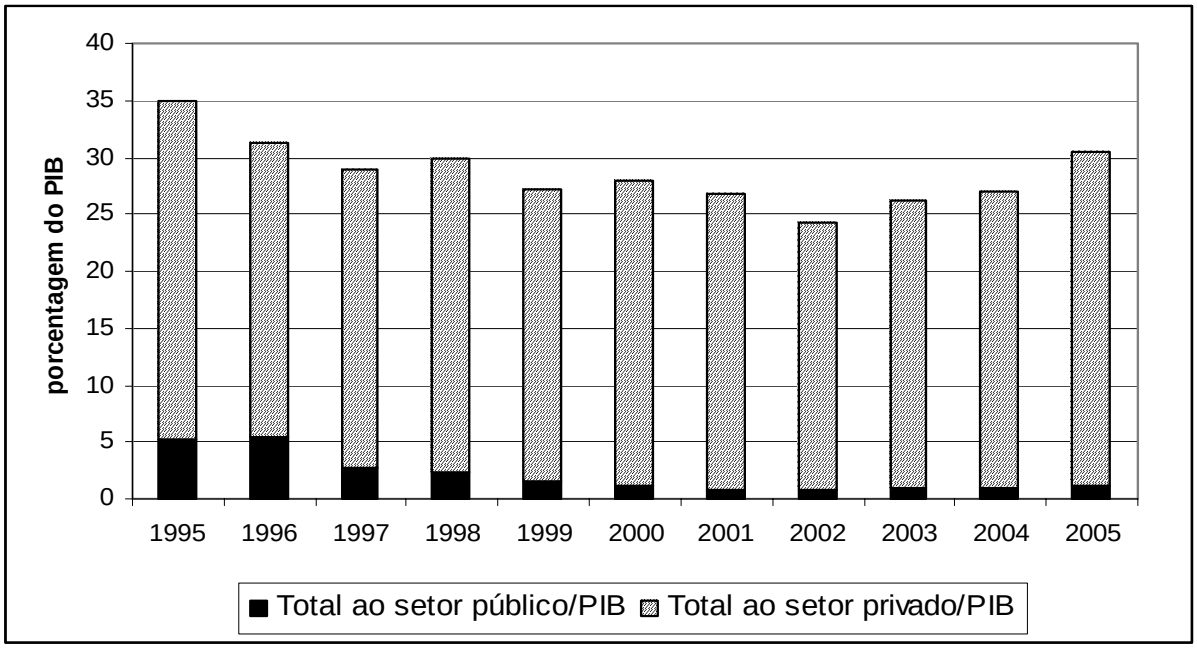


Fonte: Banco Mundial

Gráfico 1. Relação crédito total ao setor privado/PNB (dados de abril de 2005)

Dados do Bacen mostram que o crédito total concedido pelas instituições financeiras nacionais aos setores público e privado não ultrapassa 35% do valor do PIB desde 1995, dos

quais pouco menos de 30% foram destinados ao setor privado, incluindo a indústria, comércio, serviços, habitação e pessoas físicas. O gráfico abaixo também mostra que, em dezembro de 2005, o percentual de crédito destinado ao setor privado foi de 29,4% do PIB, os quais somados a 1,1% do PIB concedido ao setor público, chega ao total de 30,5% do PIB de crédito concedido ao mercado como um todo.



Fonte: Banco Central do Brasil

Gráfico 2. Operações de crédito do Sistema Financeiro Nacional (SFN) como porcentagem do PIB

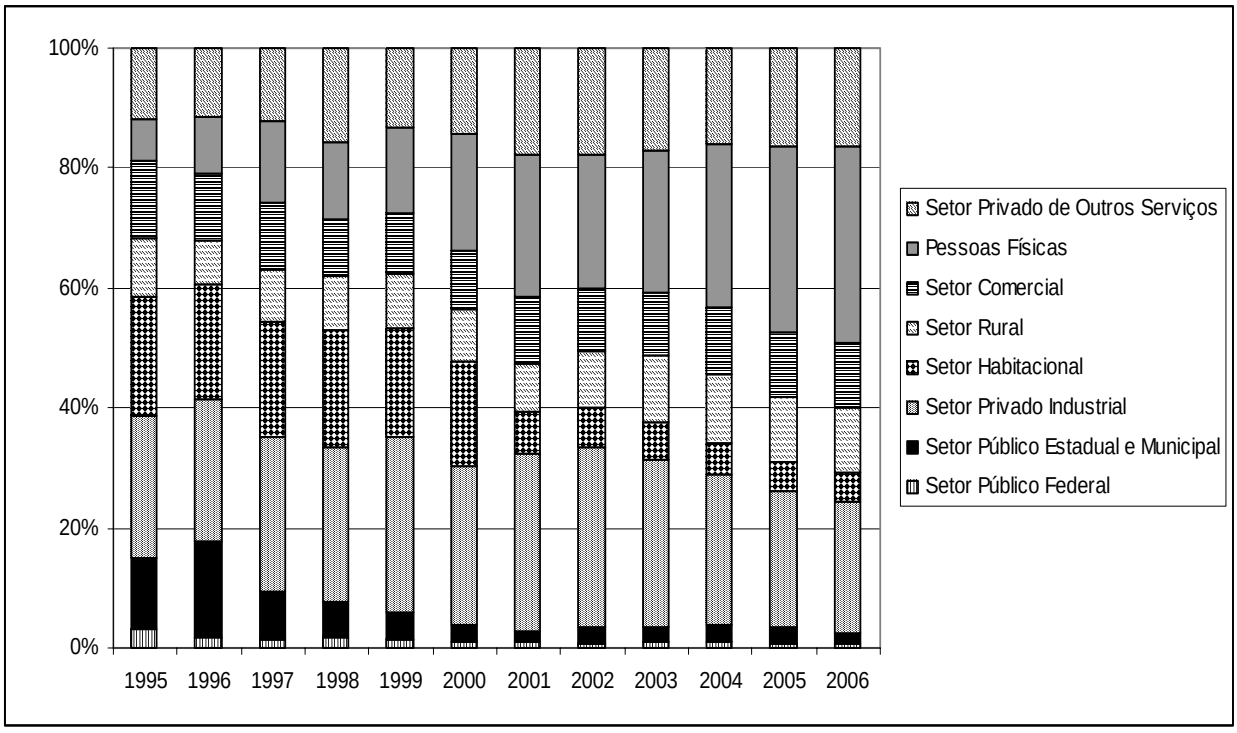
Conforme observado por Jacob (2003), a redução da participação do setor público nas operações de concessão de crédito deve-se à tendência de redução do tamanho do Estado na economia, especialmente após o Plano Nacional de Desestatização, além dos limites ao endividamento do setor público. O mesmo autor destaca que a queda da concessão de crédito até 2002 é fruto das crises internacionais e internas que acabaram por agravar a insegurança

das instituições financeiras, que passaram a adotar posturas mais conservadoras para liberação de recursos.

Percebe-se, portanto, que o volume de crédito total não é apenas baixo, mas diminuiu em relação ao PIB desde a queda da inflação promovida pelo Plano Real. Após a estabilização da inflação no primeiro semestre de 1994, o crédito total ao setor privado teve uma alta expressiva, causada principalmente pelo aumento do crédito concedido à pessoa física, que passou de aproximadamente 7% do crédito total em 1995 para mais de 38% em 2006, fator explicado pela estabilização da inflação, que permitiu às famílias terem um melhor planejamento financeiro, procurando linhas de crédito maiores e com prazos mais longos.

A composição das operações de crédito do sistema financeiro nacional entre 1995 e 2006, mostrada no Gráfico 3, indica que a participação do setor público, somando as esferas federal, estadual e municipal, teve uma drástica redução no crédito conseguido junto às instituições financeiras públicas e privadas, o que também pode ser percebido no setor habitacional. A queda de crédito ao último setor foi resultado da concessão de parte dos ativos de crédito da Caixa Econômica Federal (CEF) para a Empresa Gestora de Ativos (EMGEA) devido ao Programa de Reestruturação para os Bancos Públicos (PROES) do governo federal (JACOB, 2003).

Dentre os setores empregatícios privados, o setor comercial teve redução no acesso ao crédito até 2005, mas em 2006 o crédito concedido a este setor teve uma pequena alta, enquanto que os setores industrial e rural mantiveram praticamente constante seu percentual de participação nas operações de crédito do sistema financeiro na última década, com pequenas variações. Houve aumento somente no crédito para o setor de outros serviços, que apresentou uma variação positiva de pouco mais de seis pontos percentuais.



Fonte: Banco Central do Brasil

Gráfico 3. Operações de crédito totais do Sistema Financeiro Nacional em dezembro de cada ano*

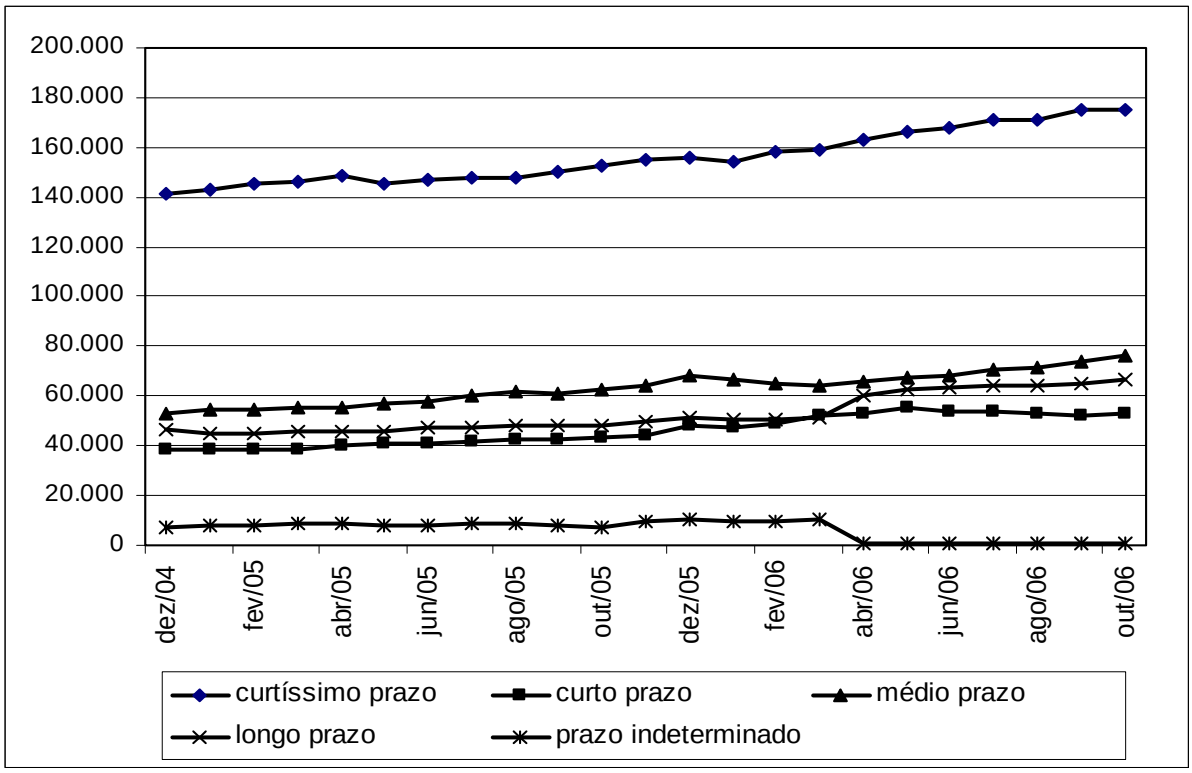
*dados de novembro de 2006

A estrutura de vencimento das parcelas mostra que as operações de crédito de curtíssimo e curto prazos ainda respondem por mais de 60% do total de operações de crédito do SFN à pessoa jurídica.

> Os bancos de varejo concentram-se em empréstimos de curto prazo na forma de financiamento de capital de giro, financiamento a exportações e crédito para aquisição de equipamentos para empresas e bens de consumo duráveis, bem como na disponibilização de empréstimos a pessoas físicas e facilidades de manutenção de contas bancárias a descoberto para pessoas física e jurídica (PINHEIRO; CABRAL, 1998, pg. 10).

Entretanto, o número de operações de longo prazo é superior às de curto prazo, que ocupam o quarto lugar no ranking de vencimento das operações de crédito, como pode ser observado no gráfico 4. Nota-se também que as operações de longo prazo foram as que tiveram o maior crescimento em 2006, fato concomitante à considerável redução das

operações com prazo indeterminado, movimento que pode indicar que houve reclassificação das operações com prazo indeterminado para operações de longo prazo e/ou uma possível tendência de alongamento das dívidas fornecidas pelas instituições financeiras, haja visto que o montante de operações de longo prazo está se aproximando das operações de médio prazo, mas ainda muito distantes das de curtíssimo prazo.



Fonte: Banco Central do Brasil

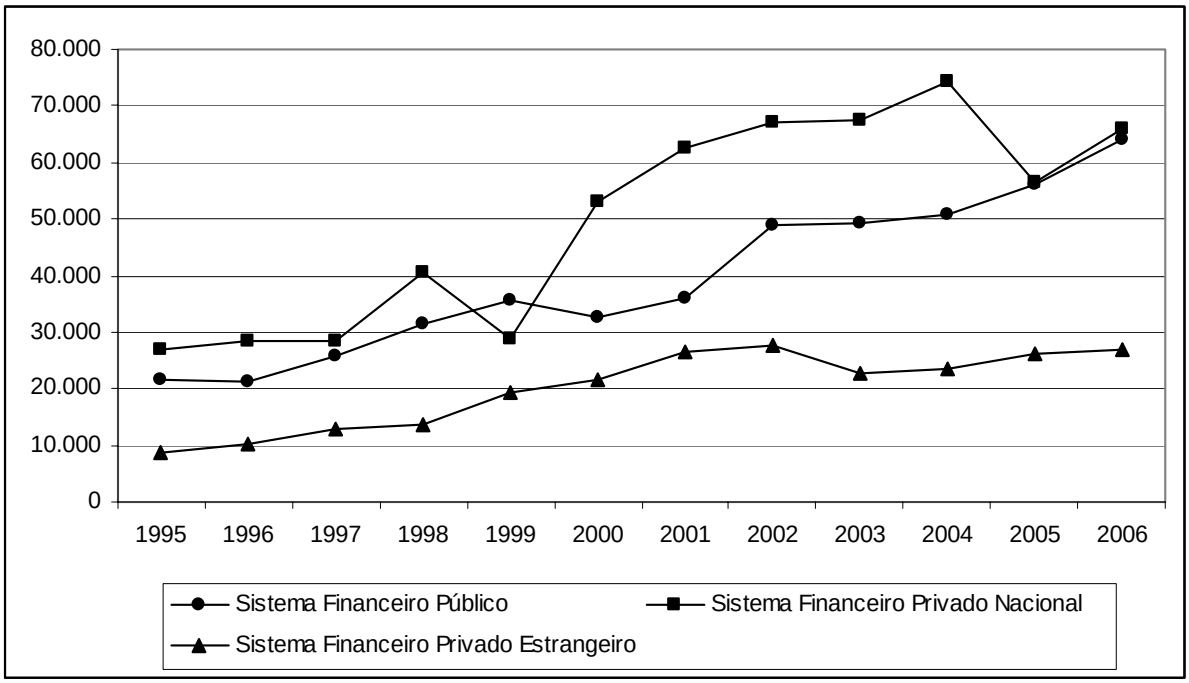
Gráfico 4. Crédito à pessoa jurídica por estrutura de vencimento das parcelas

Os bancos estatais são responsáveis por grande parte do crédito de longo prazo, incluindo praticamente todos os créditos a investimentos corporativos e habitacionais. Dentre o sistema bancário estatal, destaca-se o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), que possui papel impulsionador do desenvolvimento de setores estratégicos nacionais, cuja principal linha de crédito destinada a empresas, FINAME, atende demandas para aquisição de máquinas, equipamento e veículos. Segundo Jacob (2003) o que permite ao

BNDES conceder crédito de longo prazo é a sua estrutura de captação de ativos, que possui a maior parte de vencimentos igualmente a longo prazo, o que não causa o descasamento entre os fluxos de ativos e passivos.

O sistema financeiro privado estrangeiro também teve uma considerável importância no financiamento das atividades do setor privado industrial, principalmente após a desvalorização do real frente ao dólar ocorrida em 1999. Com a desvalorização, as exportações aumentaram e o fluxo de capitais internacionais também. Paralelamente, os bancos estrangeiros conquistaram uma parcela cada vez maior do mercado financeiro nacional, fatores que contribuíram para o acesso ao capital mediante instituições financeiras. Apesar disso, após a valorização da moeda nacional nos últimos anos, a participação do crédito junto ao sistema financeiro para o setor privado industrial parece ter se estabilizado, mesmo com as aquisições de bancos nacionais por grupos estrangeiros, que permitiu uma leve recuperação do setor após 2004.

O gráfico abaixo mostra a variação das operações de crédito do setor privado industrial advindas das diferentes fontes de crédito: instituições financeiras públicas, privadas nacionais e estrangeiras. É possível perceber que os sistemas financeiros público e privado nacional têm aumentado o montante de recursos destinado às linhas de crédito, embora o total de crédito concedido pelo sistema privado nacional tenha sofrido uma forte queda entre os anos 2004 e 2005, que pode ser uma das conseqüências do grande número de fusões e aquisições entre os bancos privados que vem ocorrendo nos últimos anos.



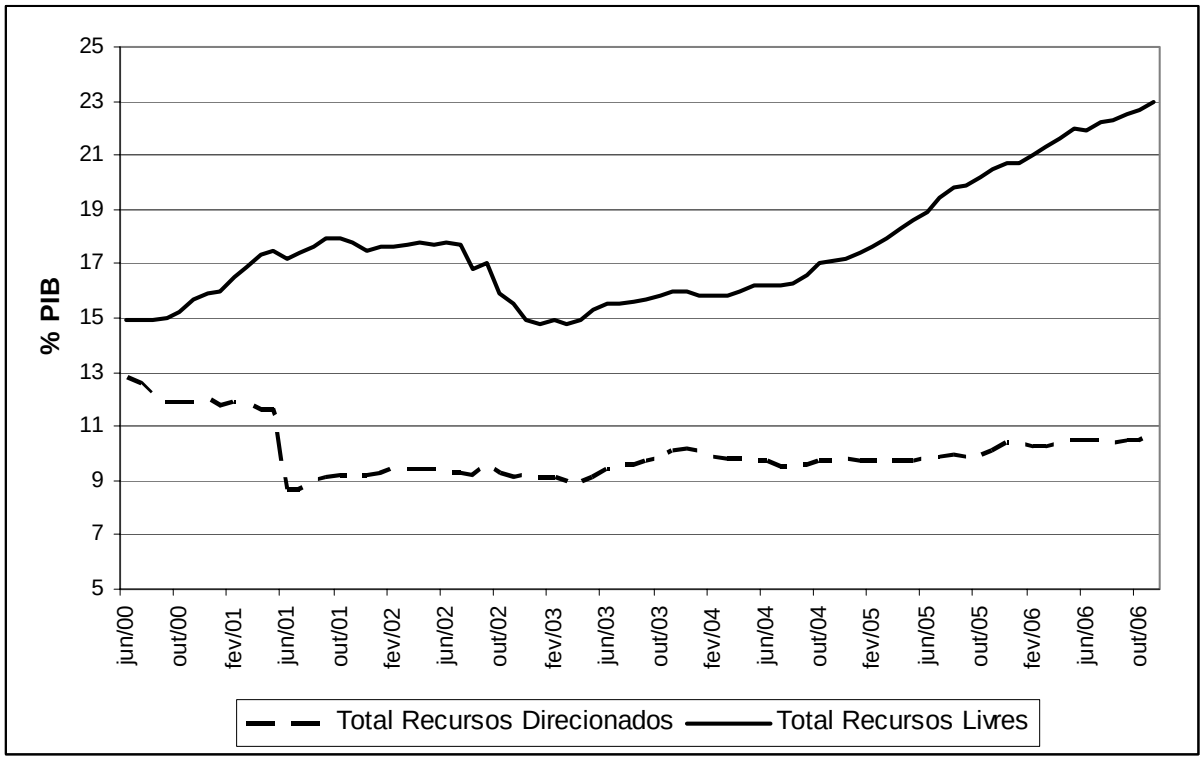
Fonte: Banco Central do Brasil

Gráfico 5. Operações de crédito totais ao setor privado industrial em dezembro de cada ano*

*dados de novembro de 2006

O crédito concedido pode ser proveniente tanto das operações com recursos livres, quanto com recursos direcionados. As primeiras possuem taxas de juros livremente acordadas entre as instituições financeiras e os tomadores, enquanto as segundas são operações realizadas com taxas de juros pré-determinadas pelo Bacen e, geralmente, feitas por repasses governamentais. O gráfico 6 mostra que o montante de crédito direcionado diminuiu consideravelmente no segundo trimestre de 2001, basicamente pela reestruturação das instituições financeiras federais e manteve-se praticamente constante desde então. Em comparação, os recursos de crédito livre aumentaram desde o final de 2002, passando de 14,8% do PIB em janeiro de 2003 para aproximadamente 23% em outubro de 2006. Nota-se que os recursos livres representam a maior parte do crédito concedido no país, sendo que sua representatividade pode ser notada pelo fato de que suas variações são acompanhadas pela

tendência da concessão total de crédito vista no gráfico 2. O crescimento do crédito com recursos livres pode ser explicado pelo momento de estabilidade do cenário nacional e internacional vivido após o final de 2002, passada a incerteza do sistema financeiro acerca das eleições presidenciais vividas neste ano e o crescimento da economia mundial como um todo.



Fonte: Banco Central do Brasil

Gráfico 6. Evolução do montante de crédito direcionado e livre como proporção do PIB

Conforme comentado por Jacob (2003):

> Este crescimento [referente ao crédito livre] deve-se, principalmente, ao aumento expressivo dos créditos para pessoas físicas [...]. Outros motivos foram as medidas de saneamento promovidas nos bancos federais, principalmente para a CAIXA, visando sua adequação às regras da Basiléia (JACOB, 2003, p. 49)

O crédito com recursos livres destinados à pessoa jurídica possui várias linhas diferentes pela classificação no Banco Central, sendo formado principalmente por crédito de curto e médio prazos. A linha chamada de *Hot Money* é para operações em geral de curtíssimo

prazo e possui procedimentos simplificado de acesso, sendo utilizada freqüentemente para pagamento de folhas e encargos sociais nas empresas. A linha Capital de Giro possui prazo superior a trinta dias e requer a assinatura de contrato e o fornecimento de garantias, possuindo como finalidade básica o financiamento de atividades operacionais das empresas. Uma linha similar ao Capital de Giro é de Conta Garantida, cuja diferença básica é que coloca à disposição da pessoa jurídica um montante limitado de recursos para ser usado em qualquer situação que o cliente julgue necessária, possuindo um custo maior do que a linha de Capital de Giro.

As instituições financeiras também disponibilizam recursos para adiantar o desconto de duplicatas e notas promissórias às empresas, sendo que as mesmas são as garantias da operação. A operação de crédito denominada Vendor é o pagamento à vista de operações de venda realizadas à prazo em troca de uma taxa de intermediação financeira. A linha de crédito Aquisição de Bens é a concessão de financiamento para um bem específico, o qual é própria garantia do negócio. O financiamento imobiliário se caracteriza por operações não vinculadas ao sistema financeiro de habitação, sendo o fornecimento de recursos destinado à aquisição, reforma ou construção de imóveis.

Existem ainda as linhas de crédito para estimular a exportação. A primeira delas, Adiantamento sobre Contratos de Câmbio (ACC) tem por finalidade financiar a produção de mercadorias que serão exportadas, antecipando os recursos necessários vinculados aos contratos de exportação. Nas *Export Notes*, o tomador cede ao credor os direitos creditícios de uma operação de exportação a ser realizada, obtendo em troca os recursos necessários para financiar sua produção, diferenciado-se da ACC por não apresentar prazo determinado para embarque da mercadoria. O Repasse de Recursos Externos destina-se basicamente ao financiamento do capital de giro, com prazos de até 360 dias, por recursos captados no exterior mediante instituições financeiras. Por fim, existem também as linhas classificadas

como outras operações para pessoa jurídica para concessões de crédito que não se encaixam em nenhuma das linhas anteriores.

Ao olhar a evolução das linhas de crédito com recursos livres descritas na Tabela 1, é possível notar que as operações de *Hot Money*, além de possuírem uma pequena participação na concessão total de recursos livres, estão diminuindo com o passar dos anos, o que pode ser devido à ausência de garantias exigida para este tipo de crédito, o que reduz a concessão de crédito por parte das instituições financeiras, e do pequeno prazo para pagamento, diminuindo a procura desses recursos por parte dos tomadores. Outras linhas que estão reduzindo suas participações são: Desconto de Notas Promissórias e *Export Notes*, as quais sempre tiveram participação baixa no total de recursos livres. A redução da participação das *Export Notes* também foi acompanhada pelas demais operações de crédito para exportação, fato explicado pela valorização do real, que prejudicou o setor exportador nacional.

A linhas de Aquisição de Bens, cujo crescimento foi o mais expressivo no período, e Financiamento Imobiliário, que diminuiu até 2004 e parece estar se recuperando, indicam que a economia brasileira está crescendo, mesmo que pouco, já que mostram a disposição para novos investimentos empresariais.

Tabela 1 – Linhas de crédito como porcentagem do total de recursos livres

Linha de Crédito	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Hot Money	2,43%	2,25%	2,20%	1,91%	1,34%	1,06%	0,87%
Desconto de Duplicatas	8,55%	8,17%	8,30%	9,39%	10,33%	9,85%	9,46%
Desconto de Notas Promissórias	1,80%	1,26%	0,84%	0,44%	0,27%	0,23%	0,20%
Capital de Giro	11,86%	12,27%	13,17%	13,57%	12,41%	12,71%	12,63%
Conta Garantida	31,47%	29,99%	31,29%	31,33%	30,94%	29,69%	29,68%
Financiamento Imobiliário PJ	0,06%	0,04%	0,02%	0,04%	0,02%	0,03%	0,07%
Aquisição de Bens PJ	1,67%	1,69%	1,74%	2,12%	2,80%	3,39%	4,40%
Vendor	5,93%	5,86%	6,01%	6,31%	6,99%	6,70%	6,48%
Adiantamento sobre Contrato de Câmbio (ACC)	10,90%	11,08%	11,03%	11,34%	11,29%	9,70%	9,14%
Export Notes	0,08%	0,02%	0,05%	0,04%	0,02%	0,01%	0,00%
Repasses Externos	4,06%	4,96%	4,42%	3,16%	2,74%	3,02%	3,42%
Outras Operações PJ	21,21%	22,42%	20,93%	20,36%	20,85%	23,61%	23,67%
Total	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fonte: Banco Central do Brasil

As taxas de juros e o *spread* das transações de crédito ajudam a explicar o baixo nível dos financiamentos concedidos no Brasil. Comparativamente a outros países, os juros cobrados pelos empréstimos, de 55,4% em média, é um dos mais altos do mundo, perdendo somente para países pouco desenvolvidos, como Angola, onde as instabilidades institucional e econômica (que teoricamente justificariam os juros altos) são muito piores; isso leva ao *spread* igualmente abusivo de 38% nas transações financeiras, utilizado para compensar a perda que as instituições financeiras tiveram quando deixaram de ganhar as receitas provenientes da inflação. Os dados podem ser vistos na tabela abaixo, onde o sinal (–) indica que o valor do dado é desprezível:

Tabela 2 – Comparação entre *spread* e juros de empréstimos (dados de abril de 2005)

País	*Spread*	Juros para Empréstimos
Angola	67,0	82,3
Brasil	38,0	55,4
Paraguai	28,0	29,9
Bolívia	12,0	16,6
Colômbia	8,0	14,6
Quênia	8,0	12,9
Índia	-	10,8
África do Sul	5,0	10,6
México	6,0	9,9
Alemanha	7,0	9,7
Austrália	5,0	9,1
Chile	3,0	6,7
França	4,0	6,6
Argentina	2,0	6,2
Estados Unidos	-	6,2
China	3,0	5,6
Reino Unido	-	4,6
Japão	1,0	1,7

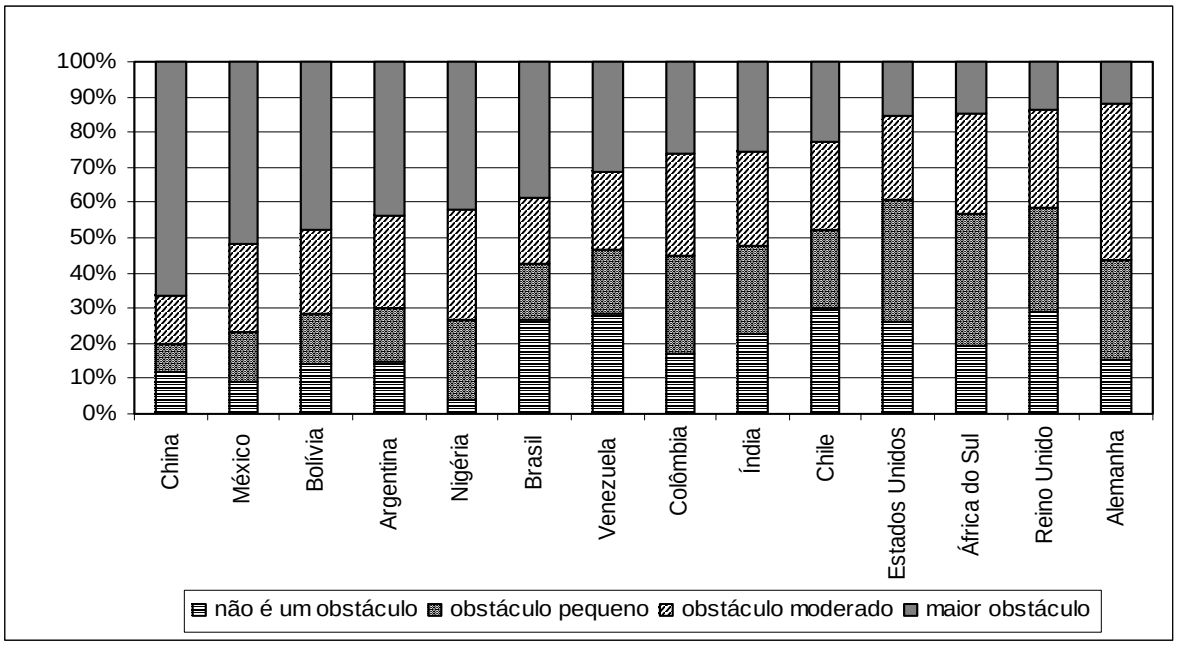
Fonte: Banco Mundial

As altas taxas de juros são resultantes da soma das elevadas taxas de juros básicas cobradas na captação dos bancos com o *spread* cobrado. Este último fator é causado pelo grande número de impostos que sobrecarregam os empréstimos – como IOF (Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguros) e CPMF (Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira) – e pela reduzida produtividade dos bancos, mesmo esta tendo crescido bastante na última década (PINHEIRO; CABRAL, 1998).

Além disso, o valor alto dos juros reflete, entre outros fatores de interesse do sistema financeiro, a insegurança dos credores no fornecimento de seus recursos, pois precisam cobrar juros altos para aumentar seus ganhos esperados, dado que o ambiente institucional brasileiro é fraco e pouco protege seus investidores. Na próxima seção serão abordados os principais problemas para a concessão de crédito no Brasil pela visão dos próprios empresários nacionais, cujas respostas foram obtidas em uma pesquisa do Banco Mundial.

3.1.1 A Visão dos Empresários e Investidores sobre o Acesso aos Recursos Nacionais

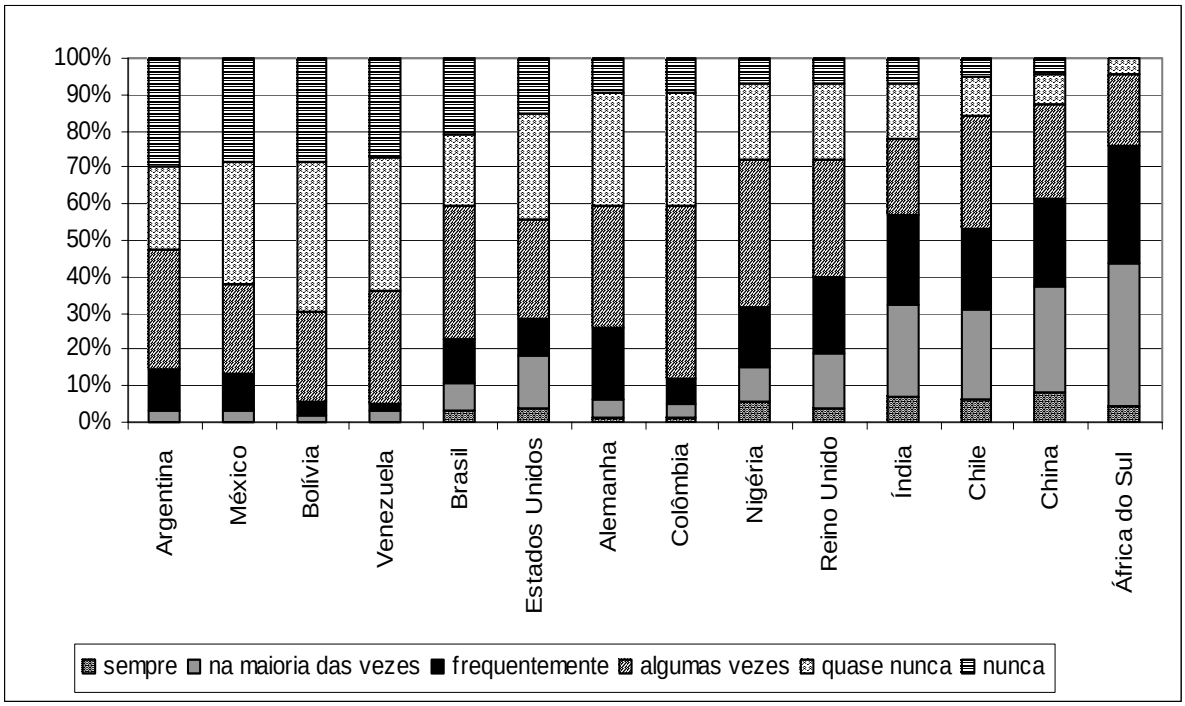
A dificuldade para obter financiamentos junto às instituições financeiras é um grande obstáculo ao surgimento e crescimento de novos empreendimentos no Brasil, segundo a pesquisa *World Business Environment Survey* (WBES) feita pelo Banco Mundial no ano 2000, em mais de 10.000 firmas distribuídas em oitenta países. Segundo esta pesquisa, 38,8% dos empresários brasileiros apontaram o financiamento como o maior obstáculo para o crescimento de seus negócios, percentual maior do que países como Venezuela, Colômbia, Índia, África do Sul, entre outros em desenvolvimento, e logicamente maior também do que países desenvolvidos. Os dados estão expostos no gráfico abaixo:



Fonte: Banco Mundial

Gráfico 7. Financiamento como obstáculo ao crescimento empresarial (dados do ano 2000)

As dificuldades para obter financiamentos são decorrentes da falta de segurança dada ao credor de que seus recursos serão aplicados de forma segura e de que conseguirão reaver as garantias firmadas nos contratos em casos de inadimplência. A ausência de credibilidade no sistema judiciário brasileiro tem alguns pontos extremamente críticos, que são o alto custo, a morosidade e o fraco *enforcement* das leis. Esses pontos foram registrados na base de dados do WBES e indicaram que 21% dos empresários brasileiros nunca associam fatores como consistência e confiabilidade das cortes judiciais na resolução dos processos, como pode ser visto abaixo. Comparativamente aos outros países, a insegurança relacionada aos resultados judiciais do Brasil é maior do que em países com menores níveis de desenvolvimento, como Colômbia, Nigéria, Índia e África do Sul. Dentre os países desenvolvidos, o maior percentual da falta de confiança dos empresários na resolução dos processos é dos Estados Unidos, que chega a aproximadamente 15%, seguido pela Alemanha e Reino Unido, com percentuais de 9,4% e 7%, respectivamente. No Chile a falta de confiança no sistema judiciário foi de apenas 5,2% dos empresários.



Fonte: Banco Mundial

Gráfico 8. Consistência e confiabilidade do Sistema Judiciário na resolução das disputas comerciais (dados do ano 2000)

Os dados acima são corroborados por um estudo do *Inter American Development Bank* (IADB) feito em 2005 mostrou que na América Latina as principais fragilidades do sistema financeiro estão relacionadas à dependência operacional aos recursos da agência regulatória do mercado financeiro, à falta de uma estrutura legal adequada e devida proteção para investidores, às medidas remediais utilizadas em casos de instabilidades bancárias e à falta de supervisão consolidada da atividade financeira. Essas características deixaram os países que compõem a América Latina mais suscetíveis às crises internacionais, como de fato ocorreu nos últimos anos, aumentando as incertezas e os custos das transações.

O cenário judicial brasileiro não foge à regra dos demais países latino-americanos. Em uma pesquisa feita por Pinheiro (2003b), magistrados brasileiros foram consultados sobre a intensidade e as causas dos problemas do sistema judiciário no Brasil e destacaram a

morosidade como o principal obstáculo, seguido pelo alto custo de acesso e falta de previsibilidade das decisões judiciais. Como característica mais positiva, a imparcialidade do sistema foi o aspecto mais citado. O principal agravante da morosidade é a possibilidade de indivíduos, firmas, grupos de interesse e o próprio Estado usarem a justiça para postergar o cumprimento de suas obrigações.

A previsibilidade do sistema legal do Brasil, descendente das leis civis de tradição francesa, é afetada em grande parte pelas falhas no ordenamento legal e jurídico e pelo uso freqüente de liminares, somados à tendência das decisões serem tomadas com base em detalhamentos processuais, não levando em conta o fator central das questões. A judicialização, definida como a transferência de conflitos políticos para o judiciário, e a politização, resultante do fato de que a maioria dos magistrados tenta proteger a parte mais fraca das disputas, agravam a imprevisibilidade do sistema. Os problemas internos mais graves do sistema legal e judicial apontados na pesquisa foram o número insuficiente de juízes, muitas possibilidades para adiar uma decisão e o grande número de recursos possíveis a instâncias superiores.

Pinheiro e Cabral (1998) elaboraram um estudo para estimar o impacto do desempenho judicial no desenvolvimento dos mercados de crédito nacionais. Embora a legislação que protege os credores seja a mesma em todo o território nacional, há diferenças entre os estados referentes à capacitação dos juízes, aos níveis de corrupção e à independência do governo e/ou dos grupos de influência, o que se soma ao fato de que os custos dos tribunais são fixados independentemente em cada estado. Mediante a construção de um índice de ineficiência judicial, construído em relação à morosidade, imparcialidade e custos do judiciário, os autores mostraram que há evidências persuasivas de que a falta de desempenho judicial adequado reduz significativamente a proporção crédito/PIB, mesmo após controlar para diferenças nos níveis de renda *per capita*. Também foi detectado que a razão crédito/PIB

aumenta com a renda *per capita*, o que ajuda a explicar o motivo pelo qual o tamanho do mercado de crédito nos países latino-americanos é inferior ao dos países desenvolvidos e dos países asiáticos.

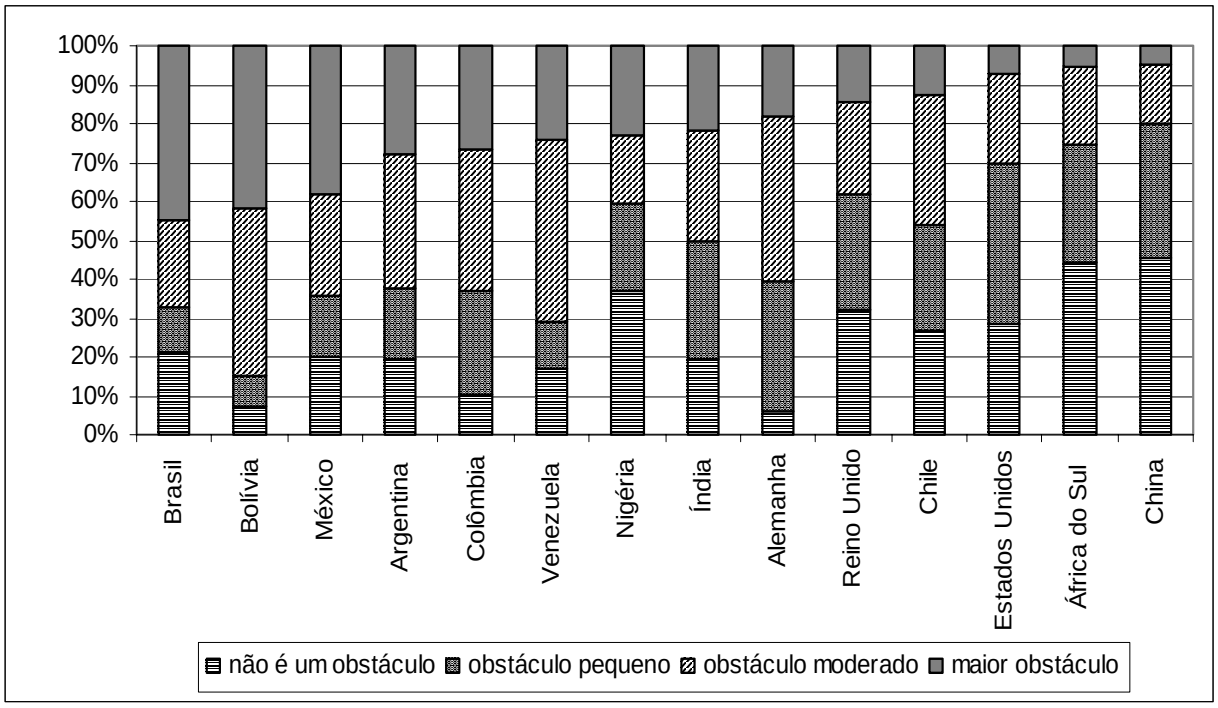
Nota-se, portanto, que a possibilidade de múltiplas interpretações das leis e as incertezas na resolução dos processos, inerentes ao sistema judicial brasileiro, aumentam a insegurança e o risco na elaboração dos contratos o que dificulta o acesso a financiamentos externos das firmas nacionais, resultando em maiores custos e desestímulos à atividade econômica.

As falhas do sistema judicial, derivadas do sistema *Civil Law* e agravadas pela corrupção dos responsáveis pelo cumprimento das leis, as incertezas acerca da resolução dos processos, os altos custos de acesso, a falta de adaptação às novas exigências dos mercados econômicos, somados ao frágil *enforcement* das leis, restringem os tipos de ativos que podem ser usados como colateral, muitas vezes reduzidos a ativos imóveis, pois enfraquecem os direitos de propriedade. Isso obriga os agentes e intermediários financeiros que aqui operam a estabelecerem regras de conduta e criarem mecanismos para mostrarem solidez e confiabilidade perante os demais como forma de diminuírem sua restrição aos mercados legais de crédito. Empresas pequenas e com pouco tempo de atuação no mercado sofrem ainda mais com esta situação, pois não possuem ativos para firmarem como garantias e, tampouco, reputação para apresentarem como diferencial de conduta, prejudicando o crescimento da economia e o desenvolvimento financeiro.

Candiota (2003) destaca que o crédito concedido apresenta um custo muito alto em virtude de fatores como o elevado compulsório dos bancos, altas taxas de inadimplência, direcionamento obrigatório de recursos e a baixa qualidade das garantias oferecidas, o que é agravado pelo péssimo sistema judiciário vigente no Brasil, resultado da morosidade da justiça e da pouca proteção dada aos recursos dos investidores.

Caso o Brasil tivesse um sistema jurídico mais eficiente, os direitos de propriedade seriam melhores assegurados e vários ativos poderiam ser utilizados em contratos, os quais, por sua vez, teriam menos riscos. Infelizmente os problemas acerca dos direitos dos credores, em especial os direitos de propriedade, penalizam as empresas brasileiras principalmente quando procuram crédito formal para se financiar.

A pesquisa WBES apontou que no Brasil aproximadamente 45% dos empresários consideram a exigência de colateral pelas instituições financeiras como um grave obstáculo para obter financiamento, um dos maiores da América do Sul, considerando que Bolívia, Argentina, Colômbia, Venezuela e Chile tiveram percentuais menores neste quesito, como mostrado pelo Gráfico 9. Países com menores taxas de crescimento econômico do que a brasileira, como México, Nigéria, índia e África do Sul, também consideraram a exigência de colateral menos grave relativamente à situação brasileira, expondo, assim, a fragilidade do ambiente legal no Brasil.



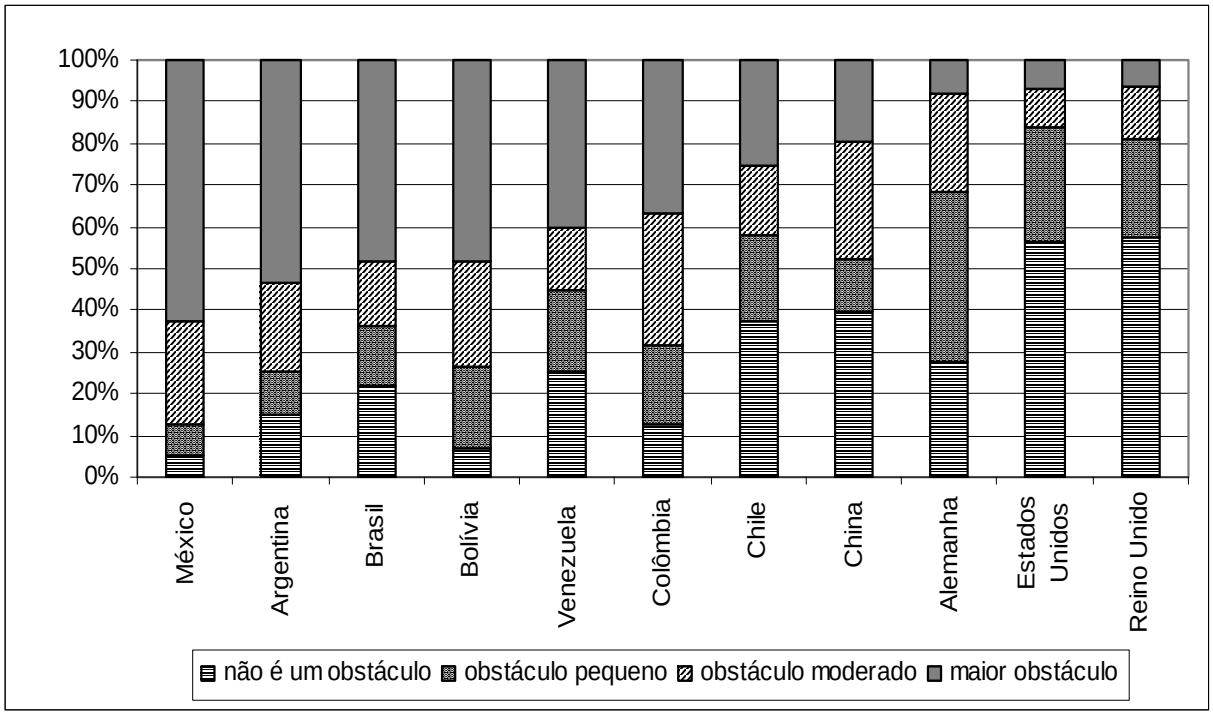
Fonte: Banco Mundial

Gráfico 9. Exigência de colateral por instituições financeiras como obstáculo aos empreendimentos (dados do ano 2000)

O fornecimento de crédito se agrava ainda mais quando são envolvidos longos períodos de tempo, ou seja, crédito de longo prazo. Quanto maior o período de tempo envolvido no empréstimo, mais contingências deverão ser previstas nos contratos e maiores serão os custos de monitoramento arcados pelas instituições financeiras. Ademais, os riscos dos projetos também aumentam, pois está envolvido um maior número de imprevistos no decorrer da transação. Dessa forma, os retornos esperados pelos investidores devem ser maiores e a confiança depositada no cumprimento dos contratos também, os quais precisarão ter melhor elaboração e contar com um maior número de cláusulas.

Em um ambiente legal deficitário como o brasileiro, é necessário haver muitas garantias envolvidas para que o tomador consiga ter acesso ao capital de longo prazo, o que é restrito a grandes empresas e fornecido quase em sua totalidade por bancos públicos. Assim

sendo, o percentual de empresários que indicaram o acesso ao crédito de longo prazo como um grande problema para o desenvolvimento dos negócios no Brasil é ainda maior do que o acesso ao financiamento com um todo, chegando a quase 49% das respostas. Países como Venezuela, Colômbia e Chile fornecem maior acesso a capital de longo prazo e, comparativamente aos países desenvolvidos, a Alemanha é um dos países que apresenta o maior percentual de empresários que consideram a restrição ao financiamento de longo prazo o maior obstáculo para seus empreendimentos, no entanto, este percentual foi de 8,2%, muito inferior ao brasileiro. O gráfico abaixo mostra a comparação do acesso ao crédito de longo prazo como um obstáculo ao crescimento dos empreendimentos:



Fonte: Banco Mundial

Gráfico 10. Acesso a empréstimos de longo prazo como obstáculo aos empreendimentos (dados do ano 2000)

Pode-se concluir, portanto, que mesmo em relação a países com índices similares de desenvolvimento econômico, o Brasil apresenta uma séria desvantagem quando são abordadas questões sobre o ambiente institucional em que operam as empresas nacionais, com graves problemas legais, de direitos de propriedade, de execução de contratos e das garantias envolvidas nas transações. Dessa forma, o Brasil historicamente apresenta a concessão de crédito às empresas mais restrita do que em outros países, o que prejudica seu crescimento econômico.

Em linhas gerais, os maiores obstáculos para o crescimento dos empreendimentos brasileiros citados pelos empresários foram: as altas taxas e as regulamentações impostas pelo governo federal que oneram excessivamente os empresários; a instabilidade política que interrompe os fluxos de capitais, piora a insegurança dos investidores e aumenta o custo das transações; a taxa de câmbio que aumenta o preço da dívida de empresários e atrapalha o setor exportador; os crimes em geral que deixam os empreendedores inseguros para desenvolver seus projetos de investimentos; a falta de financiamentos que impedem muitos empreendimentos de serem executados, entre outros fatores. Como mostrado pela Tabela 3, é importante destacar que estes cinco primeiros obstáculos foram apontados como graves no Brasil em uma porcentagem superior tanto comparativamente aos países da América Latina e Caribe, quanto em países com a mesma média de renda. Como um bom exemplo dessa disparidade, os problemas causados pelo excesso de taxas e regulamentações foram destacados por 71,6% dos empresários brasileiros, enquanto que a média dos países latino-americanos foi de 37,1% e entre os países com a mesma faixa de renda da população brasileira este percentual foi de quase 36%.

Tabela 3 – Maiores obstáculos para o desenvolvimento de empreendimentos no Brasil (dados do ano 2000)

	Brasil	Média Regional	Média por Categoria de Renda
Taxas e Regulamentações	71,6%	37,1%	35,8%
Instabilidade Política	61,2%	39,8%	31,0%
Taxa de Câmbio	44,3%	36,4%	22,2%
Crimes em Geral	41,9%	42,8%	25,9%
Financiamento	38,8%	38,8%	34,0%
Crime Organizado	33,3%	34,8%	21,9%
Corrupção	31,3%	36,1%	22,8%
Inflação	31,3%	37,6%	26,8%
Comportamento anti-Competitivo de Outras Empresas ou do Governo	23,3%	23,2%	17,5%
Funcionamento do Judiciário	22,1%	17,7%	13,6%

Fonte: Banco Mundial

Especificamente em relação ao problema da escassez de financiamentos no Brasil, logo após as altas taxas de juros destacadas como o maior impedimento do acesso ao crédito formal, segue a forte restrição ao crédito de longo prazo, a necessidade de colateral exigida pelas instituições financeiras, a burocracia necessária para ter acesso a financiamentos nas instituições financeiras, as necessidades de manter relações estritas e duradouras com os bancos como forma de criação de confiança, a falta de acesso ao mercado de capitais, o qual é restrito a grandes e sólidas empresas, entre outros. As altas taxas de juros foram destacadas por 84,3% dos empresários nacionais, enquanto que a falta de financiamentos de longo prazo e a exigência de colateral tiveram percentuais de 48,5% e 44,9%, nesta ordem. Estes fatores tiveram porcentagens maiores entre os empresários brasileiros do que nos demais países da América Latina e Caribe ou em comparação a países com a mesma média de renda brasileira, e refletem a insegurança dos investidores para aplicar seu capital nos negócios nacionais e, com isso, o alto grau de exigência e de custos para conceder os empréstimos.

Tabela 4 – Maiores problemas para financiamentos no Brasil (dados do ano 2000)

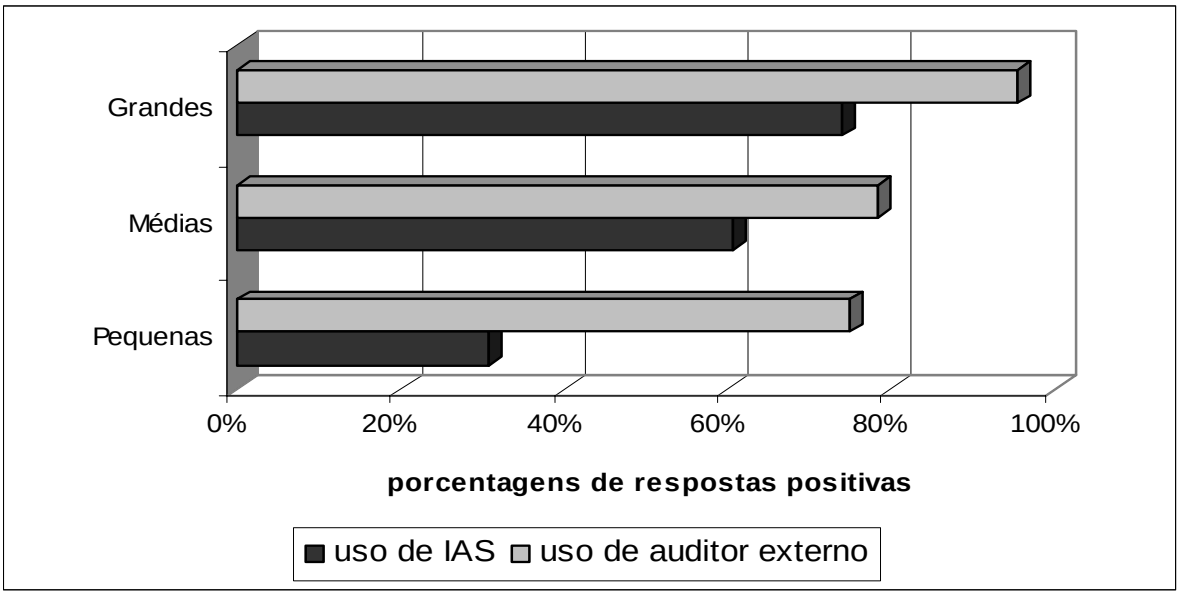
	Brasil	Média Regional	Média por Categoria de Renda
Altas Taxas de Juros	84,3%	70,3%	57,4%
Falta de Acesso a Empréstimos Bancários de Longo prazo	48,5%	42,1%	34,0%
Requerimento de Colateral por Bancos e Instituições Financeiras	44,9%	30,8%	25,4%
Burocracia	43,4%	29,0%	23,5%
Necessidade de Conexões Especiais com bancos	27,6%	17,8%	11,9%
Falta de Acesso ao Mercado de Capitais	16,8%	15,3%	12,6%
Falta de Acesso dos Empréstimos Bancários	11,6%	22,3%	16,1%
Falta de Acesso a Financiamentos para Exportação	11,5%	15,7%	13,8%
Informação Inadequada de Crédito sobre Clientes	10,7%	19,8%	13,3%
Falta de Acesso a Bancos Estrangeiros	9,7%	17,4%	11,0%
Falta de Acesso a Arrendamentos	4,2%	12,7%	8,3%
Corrupção dos Bancos Oficiais	0,6%	10,3%	6,5%

Fonte: Banco Mundial

Em meio aos problemas de financiamento da economia brasileira, as grandes empresas ocupam uma posição privilegiada devido a suas características, sendo mais transparentes, sólidas e possuem visibilidade nos mercados onde operam, o que lhes garante um bom histórico de reputação e diminui seus problemas de acesso e custo do crédito. Um bom exemplo da preocupação que estas empresas têm em fornecer ao mercado informações com qualidade é o alto índice de adoção de padrões contábeis internacionais (IAS) e do uso do trabalho auditores externos para dar credibilidade às informações prestadas.

A pesquisa WBES considerou como pequenas empresas aquelas com menos de 50 empregados, médias as empresas que empregavam entre 51 e 500 empregados e como grandes, as empresas com mais de 501 empregados. Enquanto que quase 75% das grandes empresas declararam que adotam o IAS para divulgar suas informações contábeis, a mesma resposta foi dada por pouco mais de 60% das médias empresas e aproximadamente 30% das pequenas empresas. Essa diferença é menor quando foi abordado o uso do trabalho de

auditores externos para fiscalizar as informações das empresas, mostrando um percentual de pouco mais de 95% das grandes empresas que responderam sim a esta pergunta, aproximadamente 80% das médias e 75% das pequenas empresas, como mostrado abaixo:



Fonte: Banco Mundial

Gráfico 11. Adoção de padrões de transparência pelas empresas brasileiras (dados do ano 2000)

Pelos dados vistos até agora, pode-se perceber que o sistema de crédito brasileiro caracteriza-se por ser frágil e pouco desenvolvido, o que traz sérios problemas para o setor produtivo e, conseqüentemente, para o crescimento econômico. A forte presença de seleção adversa e risco moral nas transações e o fraco cumprimento dos contratos e do embasamento legal para formalizar os acordos impedem as instituições financeiras de aumentarem o número de tomadores. Se por um lado o sistema legal não dá a devida proteção aos credores e é desacreditado quanto ao cumprimento de suas decisões, por outro, indicadores econômicos desfavorecem investimentos e prejudicam a crescimento do país. Assim sendo, para o setor produtivo conseguir crescer e fazer novos empreendimentos, é necessário que o mesmo

reduza a dependência do sistema bancário e passe a procurar outras fontes de capital, como a emissão de títulos de dívidas. Mas para que isso ocorra, as próprias empresas devem se adaptar às novas exigências do mercado e aprimorarem ainda mais seus níveis de transparência, que ainda são muito precários, conforme observado pelo gráfico acima.

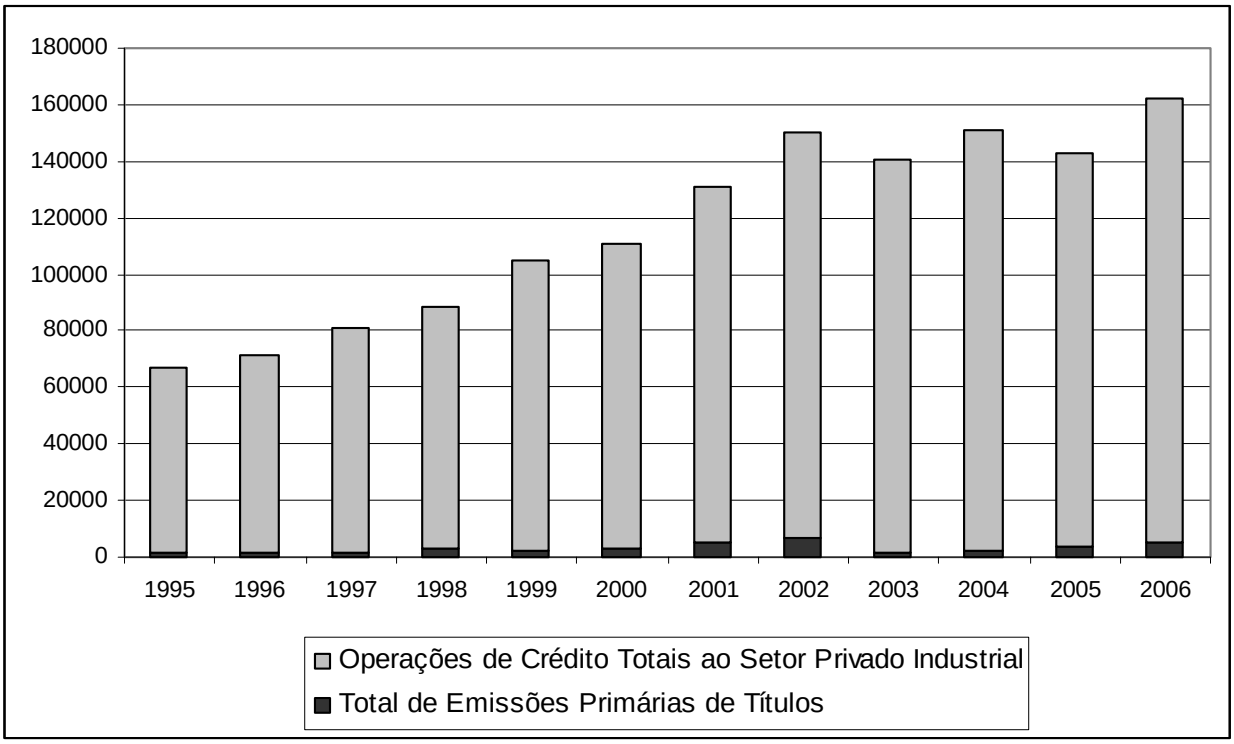
O mercado de capitais, outra fonte de recursos para as empresas, é pouco utilizado no Brasil pelas suas exigências mais rigorosas quanto à divulgação de informações e transparência, além do alto custo que envolve para abertura de capital. No Brasil, este mercado tem crescido nos últimos anos, mas ainda representa uma realidade distante para a maior parte das empresas nacionais, como visto a seguir.

3.2 O Mercado de Capitais no Brasil

O mercado de capitais deveria ser uma fonte alternativa para suprir, pelo menos em parte, a deficiência do mercado financeiro e o baixo volume de crédito disponível na economia. No entanto, o mesmo é acessível a poucas empresas, sendo praticamente desconsiderado pelas pequenas. A captação de recursos neste tipo de mercado é, desse modo, muito baixa no Brasil frente ao capital conseguido nos mercados de crédito, mas o mercado de capitais representa uma boa alternativa para empresas que estejam dispostas a aceitar as regras impostas às sociedades de capital aberto, bem mais severas do que as obrigatórias para as sociedades anônimas que não possuem títulos listados em bolsas de valores.

Como pode ser visto abaixo, o mercado de capitais brasileiro movimentou até o mês de novembro de 2006 R$ 5,37 bilhões em emissões primárias de títulos, incluindo a negociação de ações, debêntures, notas promissórias, certificados de recebíveis imobiliários e quotas de fundos. Contudo, esse total não chegou a 3,5% do total de operações de crédito ao setor privado industrial, mas aumentou em comparação aos últimos anos, não alcançando,

porém, o percentual de 4,7% obtido em 2002, ano em que houve o maior volume de emissões primárias de títulos no Brasil. Isso mostra que, apesar de importante, o mercado de capitais nacional é pouco desenvolvido e extremamente volátil quando comparado às outras fontes de capital.



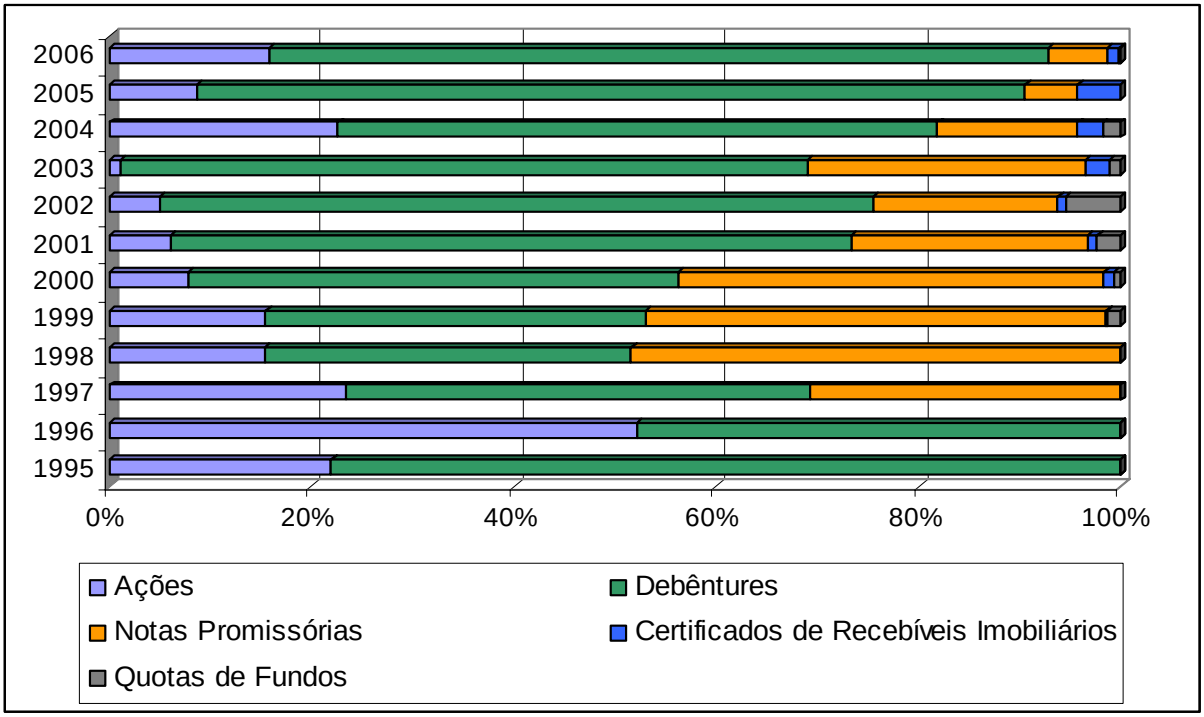
Fonte: Banco Central do Brasil

Gráfico 12. Comparação entre o total de emissões primárias e operações de crédito ao setor privado industrial (dados de dezembro de cada ano)* - milhões de reais

*dados de novembro de 2006

Em 1995, as emissões primárias eram feitas somente por ações e debêntures, sendo que a última participava com quase 80% das emissões, como mostrado no gráfico abaixo. Com o passar dos anos, a predominância das debêntures foi diminuindo, apesar de atualmente ainda ser a forma mais comum de emissão primária. A partir de 1997, as notas promissórias ganharam destaque e também surgiram as quotas de fundos e os certificados de recebíveis

imobiliários, dinamizando o mercado e permitindo que as empresas passassem a emitir os títulos mais adequados a seu perfil. No ano de 2006, as emissões primárias foram compostas por quase 16% de ações, pouco mais de 77% de debêntures, 6% de notas promissórias, 1,2% de certificados de recebíveis imobiliários e 0,1% de quotas de fundos.



Fonte: CVM

Gráfico 13. Composição das emissões primárias (médias por ano)

O mercado secundário, onde são negociados os títulos após sua emissão, deve ter liquidez e dar segurança aos investidores para que os títulos sejam negociados e valorizados, caso contrário, as emissões primárias dificilmente ocorreriam pela falta de compradores interessados. Os maiores intermediários dos mercados secundários são as bolsas de valores, onde são feitas a compra e venda dos títulos financeiros, determinando os preços pelos volumes e valor das companhias que representa. A Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) é a principal negociadora de ações e outros títulos das empresas nacionais,

merecendo uma análise mais aprofundada de sua evolução nos últimos anos, já que representa o mercado de capitais brasileiro.

Pelo valor de mercado das companhias listadas (ou *market capitalization*), é possível ver o número de empresas negociadas em bolsa juntamente com o preço de suas ações no mercado. Este índice mostra que o valor de mercado em dólares correntes das companhias listadas na BOVESPA é maior do que nos demais países da América Latina, o que pode ser resultante do maior número de empresas listadas no Brasil ou da maior valorização que estas empresas possuem no mercado, ou ambos. Ao observar a relação entre o valor de mercado e o PNB, nota-se, entretanto, que o mercado de capitais brasileiro ainda possui menor importância relativa do que em países como o Chile, cujo indicador é de 118%, ressaltando o fato de que o último está entre os países com valor de mercado em dólares correntes menor do que o Brasil. Ainda pelo último indicador é possível observar que o mercado de capitais brasileiro possui bastante espaço para se desenvolver, visto que em economias com melhores níveis de renda os indicadores são próximos ou maiores do que 100%, tais como Japão, Austrália, Estados Unidos, chamando a atenção o caso da África do Sul, onde o valor de mercado proporcionalmente ao PNB é de 235%. A tabela a seguir mostra os dados referentes ao valor de mercado nos diferentes países:

Tabela 5 – Valor de mercado das empresas listadas no final do ano de 2005*

País	Valor de Mercado/PNB	Valor de Mercado (milhões de US$ correntes)
Paraguai	3	234
Bolívia	24	2.200
México	31	239.128
Argentina	34	61.478
China	35	780.763
Quênia	36	6.384
Colômbia	38	46.016
Alemanha	44	1.221.250
Brasil	60	474.647
Índia	70	553.074
França	81	1.710.029
Japão	105	4.736.513
Austrália	115	804.074
Chile	118	136.446
Estados Unidos	136	16.997.982
Reino Unido	139	3.058.182
África do Sul	235	565.408

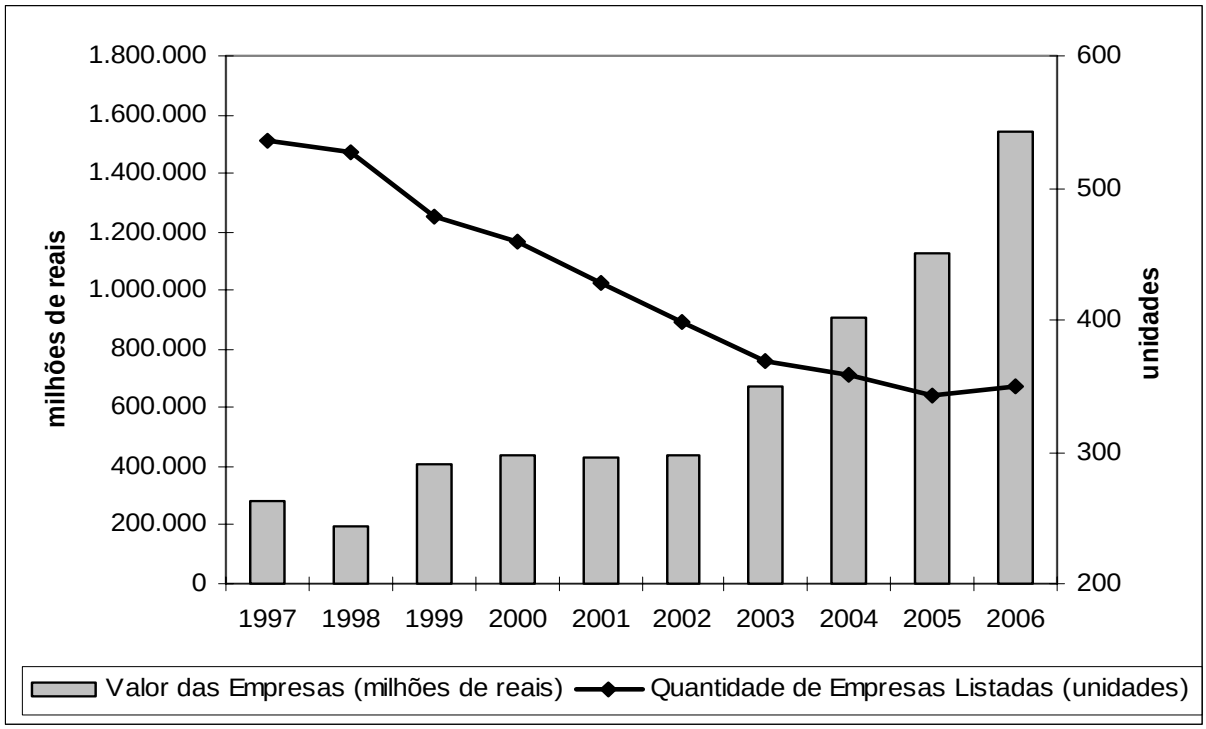
Fonte: Banco Mundial

*as companhias listadas não incluem companhias de investimento, fundos mútuos ou outros veículos coletivos de investimentos.

Conforme afirmou Sousa (1998), a redução das barreiras financeiras internacionais aumentou a competitividade entre as bolsas de valores, que passaram a oferecer reduções nas taxas de corretagem e de serviços de negociação e custódia, além de maior receptividade para ações de companhias estrangeiras sob a forma de *depositary receipts*.

O valor das empresas listadas na BOVESPA passou por um período de baixo crescimento entre 1999 e 2002, depois de ter sofrido uma redução considerável em 1998, logo após as crises financeiras internacionais. Entretanto, entre 2002 e 2006 o valor de mercado das companhias listadas aumentou mais de 250%, considerando que somente no último ano o aumento foi de aproximadamente 37%. Apesar do aumento do valor de mercado, o número de empresas listadas vem diminuindo, apresentando uma pequena alta em 2006. Juntos, esses indicadores demonstram que o grande número de fusões e aquisições de empresas ocorrido nos últimos anos, incluindo as privatizações, fez com que a concentração do mercado de

capitais aumentasse, ficando nas mãos de corporações mais fortes e rentáveis, e somadas ao momento político e econômico estável da economia nacional, incentivam os investidores a aplicarem seus recursos nos títulos do mercado de capitais. Os dados estão abaixo:

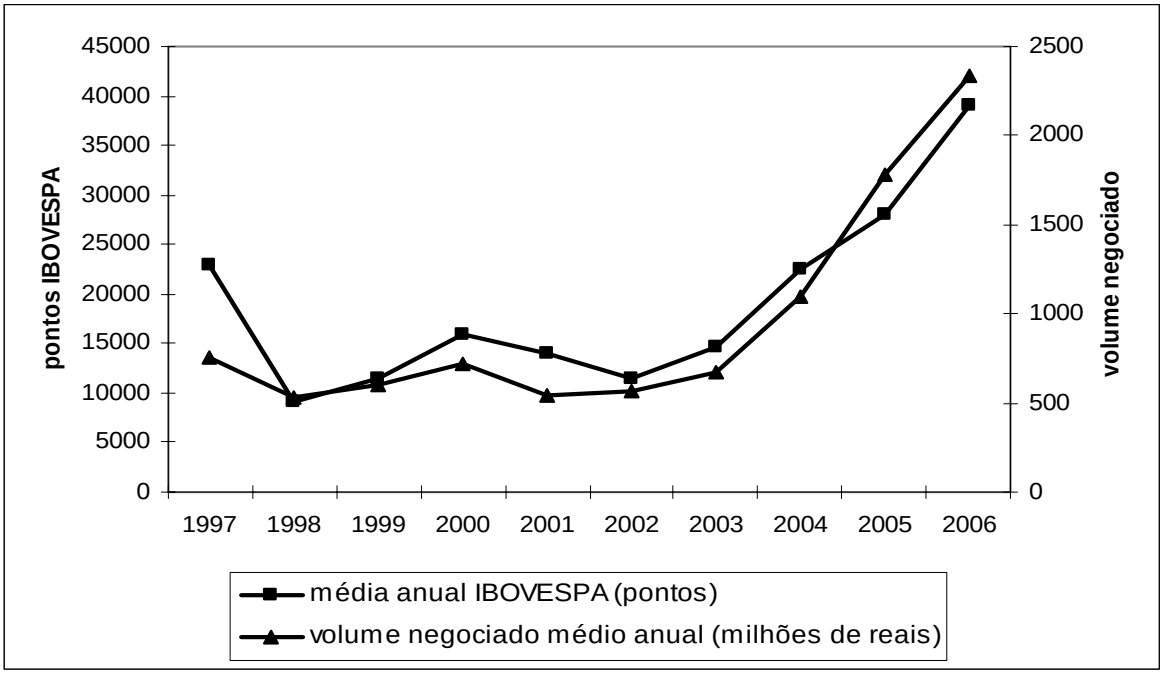


Fonte: BOVESPA

Gráfico 14. Evolução do valor de mercado e número de empresas listadas na BOVESPA (dados de dezembro de cada ano)

Os dados mensais mostram que o volume médio negociado na BOVESPA já era relativamente baixo quando a crise financeira do Leste Asiático contaminou os demais mercados emergentes, inclusive o Brasil. Entretanto, a queda acentuada do índice de pontos da BOVESPA (IBOVESPA) deixou clara a volatilidade do sistema financeiro brasileiro, que voltou a se recuperar somente em meados de 1999, passando por outras crises posteriormente, mas de menor intensidade. As políticas adotadas pelos órgãos responsáveis para fortalecer o mercado de capitais basearam-se fortemente na flexibilização da regulamentação. A ascensão

constante tanto do IBOVESPA quanto do volume negociado que vem ocorrendo desde 2003 mostra que o mercado de capitais está aproveitando o momento estável da economia e o amplo fluxo de capitais, propiciados pela melhora nos indicadores econômicos e um ambiente externo favorável, mas ainda há muito espaço para o mercado de capitais se desenvolver.



Fonte: BOVESPA

Gráfico 15. Evolução do IBOVESPA e volume negociado (médias por ano)

Apesar da melhora do mercado de capitais percebida no decorrer dos últimos anos, ainda há problemas macroeconômicos e institucionais que impedem devido desenvolvimento deste mercado. Há também, a pesada tributação incidente nas transações financeiras no Brasil, a qual é um enorme entrave para o desenvolvimento do mercado de capitais, pois aumenta o custo de transação e reduz liquidez do mercado. A crise fiscal e a Constituição de 1988 ampliaram o déficit público, exigindo o aumento da carga tributária, o que ocorreu via criação e ampliação de impostos distorcivos, como a CPMF, a qual representa um diferencial de

custos muito alto para o investidor, o que os leva a migrar para mercados onde a tributação é mais racional, como os mercados estrangeiros (NOBREGA *et alii*, 2000).

Pode-se observar, portanto, que o mercado de capitais nacional está se desenvolvendo e representa uma importante alternativa para a captação de recursos. O sistema financeiro e as empresas serão os grandes beneficiados com o crescimento deste tipo de mercado, pois permite a diluição do risco de novos investimentos, proporcionando aumento da produtividade, maior retorno, maior crescimento e maior renda (NOBREGA *et alii*, 2000). Ao mesmo tempo, o mercado acionário promove a pulverização da participação na propriedade das empresas para os pequenos poupadores e censura os problemas de assimetria de informações à medida que exige elevados padrões de transparência e de gestão.

No Brasil, muitas das funções acima são prejudicadas pelo desenvolvimento institucional onde estão incluídas as normas que regem o mercado de capitais e as empresas nacionais. Além disso, a ainda baixa disponibilidade de crédito deste mercado deve-se a alguns problemas intrínsecos à economia brasileira, como a volatilidade do câmbio, altas taxas de juros e a pesada tributação que onera as transações financeiras, reduzindo o tamanho do mercado de capitais, tornando-o pouco acessível para a maior parte das empresas, além de inconstante.

3.3 Histórico Legal do Sistema Financeiro e a Lei das S.As

O mercado de capitais tem sido bastante afetado pelas incertezas jurídicas causadas pelas múltiplas interpretações que as leis adquirem, aumentando o risco e a insegurança dos contratos, resultando em custos e desestímulos aos investidores. Ademais, mesmo quando isso não ocorre, a lentidão das decisões judiciais por si só representa uma fonte de incerteza, sendo, muitas vezes, um grande entrave. As mudanças constantes da legislação brasileira

também são fontes de insegurança para investidores, que preferem aplicar seus recursos em mercados mais seguros.

Cabe destacar que o principal órgão regulador do mercado de capitais brasileiro, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), é muito fragilizado e acaba não exercendo toda a influência no poder decisório que lhe caberia, pois o trabalho da CVM revela-se mais efetivo quando são abordadas grandes violações às regras estabelecidas, dando pouca atenção aos pequenos problemas que ocorrem no mercado, reduzindo a efetividade de suas estratégias de atuação (NOBREGA *et alii*, 2000).

A inadequação das reformas que têm ocorrido no ambiente institucional brasileiro advém do fato de que não são somente as leis e as regulamentações precisam ser repensadas, mas também o sistema judiciário precisa ter uma estrutura que lhe proporcione mais eficácia em suas atuações.

O desenrolar da formação institucional apresentada atualmente pelo mercado de capitais, principalmente pela BOVESPA, atrapalhou bastante o desenvolvimento e crescimento do mesmo, com mudanças não anunciadas de suas regulamentações, alteradas conforme mudavam as linhas de governo, impedindo que os agentes vissem este mercado com clareza para aplicar seus investimentos.

A estrutura atual do mercado de capitais teve início em 1890, com a fundação da primeira bolsa de valores do Brasil, a BOVESPA. Até o início da década de 60, todas as bolsas de valores brasileiras eram entidades oficiais corporativas, compostas por corretores nomeados pelo poder público e vinculadas às secretarias financeiras dos Estados. Após 1965, o sistema financeiro e o mercado de capitais sofreram reformas em suas estruturas e as bolsas de valores passaram a ter autonomia administrativa, financeira e patrimonial, deixando de ser tuteladas pelo governo, tornando-se associações civis sem fins lucrativos.

As alterações tiveram início com a Lei nº 4.595 de 1964, que estabeleceu novas regras para a política e instituições monetárias, bancárias e creditícias e criou o Conselho Monetário Nacional (CMN). Em 1965, a Lei nº 4.728 determinou que os mercados financeiros e de capitais fossem disciplinados pelo CMN e pelo Banco Central do Brasil e estabeleceu que o sistema de distribuição de títulos ou valores mobiliários no mercado de capitais seria constituído pelas Bolsas de Valores e sociedades corretoras como seus membros; pelas instituições financeiras autorizadas a operar no mercado de capitais; pelas sociedades ou empresas devidamente autorizadas para negociar seus títulos no mercado de capitais e por sociedades ou empresas autorizadas a intermediar as transações.

Dessa forma, foram constituídas sociedades corretoras para atuarem no novo modelo de mercado de capitais, as quais são formadas sob a forma de sociedades anônimas de capital aberto por ações nominativas ou por cotas de responsabilidade limitada.

Já em 1974, a Lei nº 6.045 alterou a constituição e as competências do CMN, modificando inclusive a formação de seus dirigentes. Dois anos depois, a Lei nº 6.385 criou a CVM e determinou suas disposições, passando ao novo órgão a função regulamentadora do mercado de capitais. Também neste ano foi promulgada a Lei nº 6.404 contendo as disposições sobre as Sociedades Anônimas (Lei das S.As).

Esta última lei é um exemplo claro de instabilidade no cenário jurídico, dado o número de alterações que sofreu desde sua homologação. Dente seus principais pontos polêmicos estava a permissão para emitir até 2/3 do capital social sob a forma de ações preferenciais com a intenção de aumentar o *funding* das empresas nacionais e preservar seu controle nas mãos dos grupos fundadores ou proprietários. Em compensação trouxe avanços no que diz respeito a técnicas contábeis e de gestão das companhias (CASAGRANDE; SOUSA; ROSSI, 2006).

Os problemas de regulamentação se agravaram em 1997, quando a lei societária sofreu as primeiras alterações, que tinham por objetivo principal facilitar os processos de privatização. Para tal, os controladores das empresas passaram a ter, além da prioridade de seus interesses, um grande poder de decisão em detrimento dos sócios minoritários. Com isso, o valor dos investimentos passou a depender não somente da performance da empresa e do mercado em que opera, mas também das decisões do sócio-controlador, as quais podiam obedecer a critérios arbitrários e totalmente independentes da situação da empresa, aumentando o risco das operações em bolsa no país. Silva (2002) evidencia que o ponto mais polêmico dessa alteração foi a revogação do artigo que tratava do direito de recesso e do *tag along*, pelo qual o adquirente de um bloco de controle era obrigado a fazer uma oferta pública pelas ações ordinárias em poder dos acionistas minoritários pelo mesmo preço e condições daquelas ofertadas pelos controladores.

Em compensação, tais alterações fortaleceram as competências e atribuições da CVM e estabeleceram sanções mais rigorosas para aqueles que desrespeitassem as regras do mercado de capitais.

Atendendo às necessidades do mercado, a Nova Lei das S.As, Lei nº 10.303 de 2001, teve como foco principal a maior proteção aos acionistas minoritários. Suas principais modificações foram (SILVA, 2002):

- mudança da proporção da emissão de ações ordinárias e preferenciais de 2/3 para 50%, a qual passa a ser obrigatória para empresas fechadas que forem abrir seu capital a partir da homologação da lei; para as empresas abertas antes da lei, a composição do capital pode ser mantida;

- o processo de fechamento de capital deve ocorrer por meio de oferta pública, formulado pelo acionista controlador, a fim de adquirir o total de ações em circulação, garantindo um preço ao menos igual ao valor de avaliação da companhia;

- nos casos de cisão da companhia que impliquem em mudança do objeto social, redução do dividendo obrigatório ou em alienação de controle, volta o direito de recesso;

- as preferências ou vantagens das ações preferenciais podem consistir em prioridade na distribuição do dividendo fixo ou mínimo, ou em prioridade no reembolso do capital, com ou sem prêmio;

- as ações preferenciais sem direito de voto ou com restrição ao exercício deste direito, somente serão admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários se a elas for atribuída pelo menos uma das seguintes vantagens: (i) prioridade no recebimento dos dividendos correspondentes a 3% do valor do patrimônio líquido da ação, no mínimo; (ii) direito ao recebimento de dividendo pelo menos 10% maior do que o atribuído a cada ação ordinária ou (iii) direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle e a receber o correspondente a, minimamente, 80% do preço de venda da empresa;

- possibilidade dos estatutos sociais indicarem a arbitragem como forma de resolução de conflitos de interesse intrínsecos às companhias;

- alteração para o percentual mínimo de 15% do capital para votação de um conselheiro administrativo; os acionistas preferenciais passam a ter direito a um assento no conselho administrativo com um mínimo de 10% do capital total – fato que beneficiou bastante os acionistas minoritários;

- no caso de inclusão de novos conselheiros pelos acionistas minoritários, o controlador tem o direito de eleger o mesmo número de conselheiros mais um, o que significa que os controladores ainda possuem maioria no conselho.

A nova lei modificou também a Lei do Mercado de Valores Mobiliários, estando entre suas principais inovações a tipificação de crimes contra o mercado de capitais – tais como manipulação de mercado, uso indevido de informações privilegiadas e exercício indevido de cargos, profissões ou funções. Outro aspecto importante foi a reestruturação da

CVM, conferindo-lhe maior autonomia para exercer seu poder regulatório e total independência dos demais órgãos institucionais da economia nacional, embora ainda permaneça vinculada ao Ministério da Fazenda. Os mercados de derivativos e os fundos de investimento em renda fixa também passaram a ficar sob a tutela da CVM.

Além disso, a lei nº 10.303 ampliou o conceito de valores mobiliários, que passou a englobar também os contatos de investimento, recibos de depósitos, derivativos e quotas de fundos de investimento.

Percebe-se, dessa forma, que a Nova Lei das S.As teve como principal objetivo aumentar a transparência e a credibilidade do mercado de capitais nacional, buscando equilibrar os interesses entre acionistas, controladores, investidores e todos os demais *stakeholders*, aumentando a participação e proteção dos minoritários na tomada de decisões. Nesse sentido, alguns pontos positivos que valem destaque foram a possibilidade de resolução de disputas por arbitragem e o aumento no poder individual dos membros do conselho fiscal em relação à norma que obriga os administradores a revelarem quaisquer mudanças na propriedade de suas empresas à CVM e às bolsas de valores onde as ações de sua companhia forem negociadas.

Embora tenha sido considerada um grande avanço em relação à lei anterior, a Nova Lei das S.As apresenta ainda alguns pontos muito suscetíveis a discussões. Uma grave crítica feita por profissionais da área jurídica, como Gorga (2004), é que o texto da lei é ambíguo, dando margem para livres interpretações, o que aumenta os custos de sua aplicação prática. A reforma, todavia, ficou muito distante do que poderia ter sido alcançado em outros ambientes institucionais e culturais, haja visto que muitas mudanças foram meramente paliativas.

> Considerando-se as propostas iniciais almejadas, não há dúvida de que as medidas mais benéficas foram perdidas durante o processo legislativo, como ocorreu com as tentativas de disciplinar a aprovação de negociações com conflito de interesses e outros (GORGA, 2004, p. 320).

A reforma da Lei das S.As foi importante, entretanto, para trazer novos debates e elevar o grau de conscientização dos setores industrial e financeiro acerca dos principais problemas relacionados à governança corporativa no Brasil. Após esta mudança relevante no ambiente legal, outras leis mais recentes buscaram dinamizar o mercado de capitais, como a Lei nº 11.033 que altera a tributação do mercado financeiro e de capitais numa tentativa de abrandar as taxas cobradas nas transações financeiras e tornar o mercado brasileiro mais atrativo.

Ademais, a CVM lançou em 2004 duas instruções – Instruções CVM 400 e 404 – visando atualizar as regras de distribuição pública de valores mobiliários. Conforme afirmado por Casagrande, Sousa e Rossi (2003), a primeira delas possibilitou a retomada de ofertas públicas no mercado primário incorporando práticas empregadas internacionalmente, dentre as quais se destacam: prospecto de distribuição com informações mais detalhadas, prazo menor de análise, acréscimo na oferta de 20% conforme decisão do ofertante, lote suplementar de 15%por opção do distribuidor, entrega de prospecto eletrônico, consulta sobre viabilidade da oferta, ofertas em diversas jurisdições e regras para elaboração de material publicitário. Ao contrário da Instrução CVM 400, a segunda instrução não foi ainda totalmente assimilada pelo mercado devido às limitações de flexibilidade impostas para as operações e por exigir listagem em bolsa, entre outros fatores, buscando disciplinar a emissão de títulos de dívida baseados em escrituras com cláusulas padronizadas, chamada de debêntures padronizadas.

Em fevereiro de 2005 houve um avanço importante para a concessão de crédito pelas instituições financeiras, que foi a publicação da Lei de Recuperação de Empresas Falências (Lei nº 11.101) em substituição à antiga Lei de Falências e regulamenta a recuperação judicial e os casos de falência. A nova lei assegura maiores benefícios aos credores no recebimento de suas garantias, reduzindo, assim, os custos dos contratos e os

riscos dos investimentos, estimulando também investimentos em títulos de dívidas e a redução do preço de emissão dos mesmos.

Há ainda muitas medidas a serem tomadas para aperfeiçoar o calabouço legal no Brasil, dentre as quais se destaca a possibilidade de existirem níveis diferenciados de companhias abertas, com exigências legais diferentes para cada nível, o que pode reduzir os custos de abertura de capital e, dessa forma, estimular as empresas a migrar para esta classificação (CASAGRANDE; SOUSA; ROSSI, 2006).

Percebe-se, dessa forma, que a consciência da inadequação do ambiente legal e jurídico e as restrições para a busca de soluções que amenizem tais problemas dificultam o acesso às fontes de financiamentos ao setor privado. A cultura organizacional dos grupos de influência e os interesses políticos devem ficar de fora do processo de reforma das instituições, que deixam os investidores desprotegidos e beneficiam os devedores em casos de disputas, reprimindo a expansão do crédito no país. Por conseguinte, as estruturas de governança adotadas pelas empresas têm um papel de extrema importância na diferenciação dos bons e maus tomadores, sinalizando aos fornecedores de capital os projetos com menor risco e maior retorno para fazerem seus investimentos e alinhando os interesses de gestores e credores e acionistas majoritários e minoritários, fatores abordados na próxima seção.

3.4 Novos Níveis de Governança da BOVESPA

Dadas as necessidades dos mercados e o interesse em reduzir as assimetrias de informações entre tomadores e credores e entre gestores e proprietários, a BOVESPA criou no ano 2000 segmentos especiais de listagem para empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa e transparência além do exigido pela legislação federal que regulamenta os padrões contábeis na elaboração das

demonstrações financeiras das sociedades anônimas. Essa forma de auto-regulação é dividida em três níveis, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, classificando as empresas de acordo com a rigidez das regras de governança corporativa que adota, genericamente chamadas de “boas práticas de governança corporativa”. A finalidade básica de tal medida é aumentar o grau de segurança oferecido aos investidores e melhorar a qualidade das informações prestadas pelas empresas.

As novas regras societárias impostas às empresas que desejam fazer parte do Novo Mercado, nível mais exigente de governança, ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações prestadas pelas companhias e determinam a resolução dos conflitos por meio de uma Câmara de Arbitragem, agilizando e especializando as decisões tomadas acerca dos contratos.

Essas regras estão contidas no Regulamento de Listagem e sua principal inovação é a proibição da emissão de ações preferenciais, além de outras novas obrigações das companhias abertas participantes. O principal motivo da criação desse novo instrumento de governança é a ampliação da possibilidade de captar recursos a custos competitivos para as empresas participantes e aumentar a segurança para os agentes financeiros em investimentos de longo prazo.

Além do Novo Mercado, foram criados os “níveis diferenciados de governança corporativa”, chamados de Nível 1 e Nível 2, onde se classificam as empresas que têm ações preferenciais na sua estrutura acionária, mas que estão dispostas a tornarem-se mais transparentes e oferecer mais garantias para os investidores. A adesão a essas novas práticas de governança distingue a companhia como Nível 1 ou Nível 2, dependendo do grau de compromisso assumido pela empresa. A companhia será classificada no Nível 1, se assumir um comprometimento com melhorias na qualidade das informações dadas ao mercado e com a pulverização acionária, ou no Nível 2, no qual, além das obrigações contidas no Nível 1, a

empresa adota um conjunto mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários. Portanto, há quatro segmentos diferentes para classificação das ações na Bovespa, que são: mercado tradicional, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.

A grande diferença do Nível 2 para o Novo Mercado é a possibilidade da empresa ter ações preferenciais na sua estrutura de capital. Entretanto, o Nível 2 e o Novo Mercado possuem obrigações importantes aos olhos dos investidores, que são o cumprimento das normas estabelecidas pelas regras contábeis internacionais para divulgação de informações financeiras (US-GAAP ou IAS) e, principalmente, o direito de *tag along* em casos de venda das companhias, o que garante aos acionistas minoritários o pagamento do preço das ações fixado em um percentual mínimo igual ao que foi pago para as ações dos majoritários, o que dá aos minoritários uma segurança muito maior quando compram ações. Embora as condições de *tag along* sejam diferentes no Nível 2 e no Novo Mercado, sendo de 80% e 100%, respectivamente, esta característica coloca ambos os níveis em um patamar privilegiado na captação de recursos. Ademais, a exigência de que as empresas elaborem suas demonstrações contábeis segundo o US-GAAP ou IAS traz como vantagem uma maior exposição diante de investidores estrangeiros, pois, em alguns casos, certas categorias de investidores deixam de acompanhar e investir nas empresas nacionais pela impossibilidade de analisar suas demonstrações contábeis, embora isso acarrete em custos adicionais.

Não há restrições quanto ao setor de atuação ou porte da empresa para que faça parte de um dos níveis de governança criados pela BOVESPA, havendo somente a necessidade de que seus administradores e controladores assinem um contrato submetendo-se às regras do Regulamento de Listagem.

Alguns pontos contidos na lista de exigências do Novo Mercado merecem uma explicação mais minuciosa. Em primeiro lugar, a condição primordial para as empresas ingressarem o Novo Mercado é emitir somente ações ordinárias; isso ocorre como um meio

de garantir o direito de voto a todas as ações, ou seja, todos os acionistas têm, proporcionalmente, os mesmos direitos dentro da companhia. Além disso, esse segmento de listagem requer um percentual mínimo de 25% de ações em circulação, de forma a aumentar a liquidez no mercado secundário pela negociação mínima de ações não pertencentes ao grupo de controle. O mandato unificado de um ano para o conselho administrativo tem como objetivo possibilitar que novos investidores consigam, mais rapidamente, eleger um conselheiro, caso julguem necessário. As empresas atualmente listadas no Novo Mercado estão relacionadas abaixo, juntamente com suas respectivas datas de adesão e de registro na CVM:

Tabela 6 – Empresas listadas no Novo Mercado

Empresa	Data de Adesão*	Data de Concessão de Registro pela CVM**
Abyara Planejamento Imobiliário S.A	27/07/06	24/07/06
American Banknote S.A	27/04/06	12/04/06
Banco do Brasil S.A	28/06/06	20/07/77
Banco Nossa Caixa S.A	28/10/06	14/10/05
Brascan Residential Properties S.A	23/10/06	11/09/06
Brasil Ecodiesel Ind. E Com. de Biocomb. e Óleos Veg. S.A	22/11/06	09/11/06
Brasilagro - Companhia Brasileira de Propriedades Agríc.	02/05/06	25/04/06
Casan S.A Ind. e Com.	18/11/05	06/12/98
Cia de Concessões Rodoviárias - CCR	01/02/02	19/12/00
Cia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo - Sabesp	24/04/02	27/06/94
Cia de Saneamento de Minas Gerais - Copasa MG	08/02/06	17/09/03
Company S.A	02/03/06	03/09/01
CPFL Energia S.A	29/09/04	07/06/01
CSU Cardsystem S.A	02/05/06	25/04/06
Cyrela Brasil Realty S.A Empreend. e Partic.	21/09/05	07/07/94
Datasul S.A	02/06/06	30/05/06
Diagnósticos da América Latina S.A - DASA	19/11/04	05/11/04
EDP - Energias do Brasil S.A	13/07/05	05/07/05
Embraer - Emp. Brasileira de Aeronáutica S.A	05/06/06	31/03/06
Eternit S.A	17/08/06	17/11/70
Gafisa S.A	17/02/06	21/02/97
Grendene S.A	29/10/04	26/10/04
Klabin Segall S.A	09/10/06	14/08/06
Light S.A	22/02/06	12/12/05
Localiza Rent a Car S.A	23/05/05	06/05/05
Lojas Renner S.A	01/07/05	20/07/77
Lupatech S.A	15/05/06	08/05/06
M. Dias Branco S.A	18/10/06	11/10/06
Medial Saúde S.A	22/09/06	19/09/06
MMX Mineração e Metálicos S.A	24/07/06	11/10/98
Natura Cosméticos S.A	26/05/04	21/05/04
Obrascon Huarte Laín Brasil S.A (OHL Brasil)	15/07/05	06/07/05
Odontoprev S.A	01/12/06	13/06/06
Perdigão S.A	12/04/06	24/06/97
Porto Seguro S.A	22/11/04	28/11/97
Positivo Informática S.A	11/12/06	06/12/06
Profarma Distribuidora de Produtos Farmacêuticos S.A	26/10/06	24/10/06
Renar Maçãs S.A	28/02/05	28/12/04
Rossi Residencial S.A	27/01/06	01/07/97
Submarino S.A	30/03/05	29/03/05
Totvs S.A	09/03/06	07/03/06
Tractbel Energia S.A	16/11/05	28/05/98

Fontes: *BDI nº235/2006 - BOVESPA (12/12/2006); **CVM

As empresas que não conseguem se adequar às exigibilidades do Novo Mercado, têm a opção de aderirem, se quiserem, ao Nível 1 ou Nível 2, os quais também possibilitam

que as empresas obtenham melhorias no relacionamento com os investidores, valorizando seus ativos. Esses níveis representam um conjunto de normas de conduta para administradores e controladores consideradas importantes para uma boa valorização das ações e outros ativos emitidos pela companhia, onde, dependendo do grau de adoção dessas práticas, é classificada no Nível 1 ou Nível 2.

As companhias Nível 1 elevam a qualidade das informações dadas aos investidores e se comprometem com a dispersão acionária, tendo como requisito básico para a adesão, a contemplação às regras de transparência. Tais empresas estão listadas na tabela a seguir, acompanhadas de suas datas de entrada e de registro na CVM:

Tabela 7 – Empresas listadas no Nível 1

Empresa	Data de Adesão*	Data de Concessão de Registro pela CVM**
Aracruz Celulose S.A	16/04/02	05/02/80
Arcelor Brasil S.A	23/12/05	19/12/69
Banco Bradesco S.A	26/06/01	20/07/77
Banco Itaú Holding Financeira S.A	26/06/01	30/12/02
Bradespar S.A	26/06/01	07/08/00
Brasil Telecom Participações S.A	09/05/02	19/08/98
Brasil Telecom S.A	09/05/02	27/03/80
Braskem S.A	13/02/03	18/12/78
Centrais Elétricas Brasileiras S.A - Eletrobrás	29/09/06	28/01/71
Cesp - Cia. de Energia de São Paulo	28/07/06	27/09/71
Cia Brasileira de Distribuição	29/04/03	04/04/95
Cia de Fiação e Tecidos Cedro e Cachoeira	02/10/03	11/08/69
Cia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista	18/09/02	16/03/01
Cia Energética de Minas Gerais - Cemig	17/10/01	30/06/71
Cia Hering	13/12/02	30/04/99
Cia Vale do Rio Doce	12/12/03	20/01/70
Confab Industrial S.A	19/12/03	21/08/80
Duratex S.A	05/05/05	26/04/66
Fras-Le S.A	11/11/04	20/07/77
Gerdau S.A	26/06/01	03/09/80
Iochpe Maxion S.A	10/11/05	17/07/84
Itaúsa - Investimentos Itaú S.A	26/06/01	20/07/77
Klabin S.A	10/12/02	06/08/77
Mangels Industrial S.A	21/03/03	28/12/71
Metalúrgica Gerdau S.A	25/06/03	17/05/68
Randon S.A Implementos e Participações	26/06/01	05/02/93
S.A Fábrica de Produtos Alimentícios Vigor	04/10/01	21/02/84
Sadia S.A	26/06/01	29/12/00
São Paulo Alpargatas S.A	15/07/03	20/07/77
Suzano Bahia Sul Papel e Celulose S.A	05/08/04	15/04/92
Ultrapar Participações S.A	27/10/05	27/09/99
Unibanco Holdings S.A	26/06/01	24/01/95
Unibanco União de Bancos Brasileiros S.A	26/06/01	20/07/77
Unipar - União de Ind. Petroquímicas S.A	24/11/04	08/12/71
Votorantim Celulose e Papel S.A	14/11/01	02/06/86
Weg S.A	26/06/01	09/02/82

Fontes: *BDI nº235/2006 - BOVESPA (12/12/2006); **CVM

Para a classificação da companhia como Nível 2, além da aceitação das obrigações contidas no Nível 1, a empresa deve adotar normas que garantam o equilíbrio de direitos entre controladores e minoritários. As empresas classificadas no Nível 2 estão relacionadas abaixo, acompanhadas de suas datas de adesão e registro na CVM:

Tabela 8 – Empresas listadas no Nível 2

Empresa	Data de Adesão*	Data de Concessão de Registro pela CVM**
ALL - America Latina Logística S.A	25/06/04	02/07/98
Centrais Elétricas de Santa Catarina S.A - Celesc	26/06/02	26/03/73
Eletropaulo Metrop. Eletrec. de São Paulo S.A	13/12/04	19/08/93
Equatorial Energia S.A	03/04/06	30/03/06
Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A	24/06/04	09/06/04
Marcopolo S.A	03/09/02	20/07/77
Net Serviços de Comunicação S.A	27/06/02	22/11/94
Santos Brasil S.A	13/10/06	16/09/97
Saraiva S.A Livreiros Editores	07/04/06	20/07/77
Suzano Petroquímica S.A	25/11/04	25/03/02
TAM S.A	14/06/05	08/08/97
Terna Participações S.A	27/10/06	06/09/06
Unoverso Online S.A	16/12/05	14/12/05
Vivax S.A	08/02/06	06/02/06

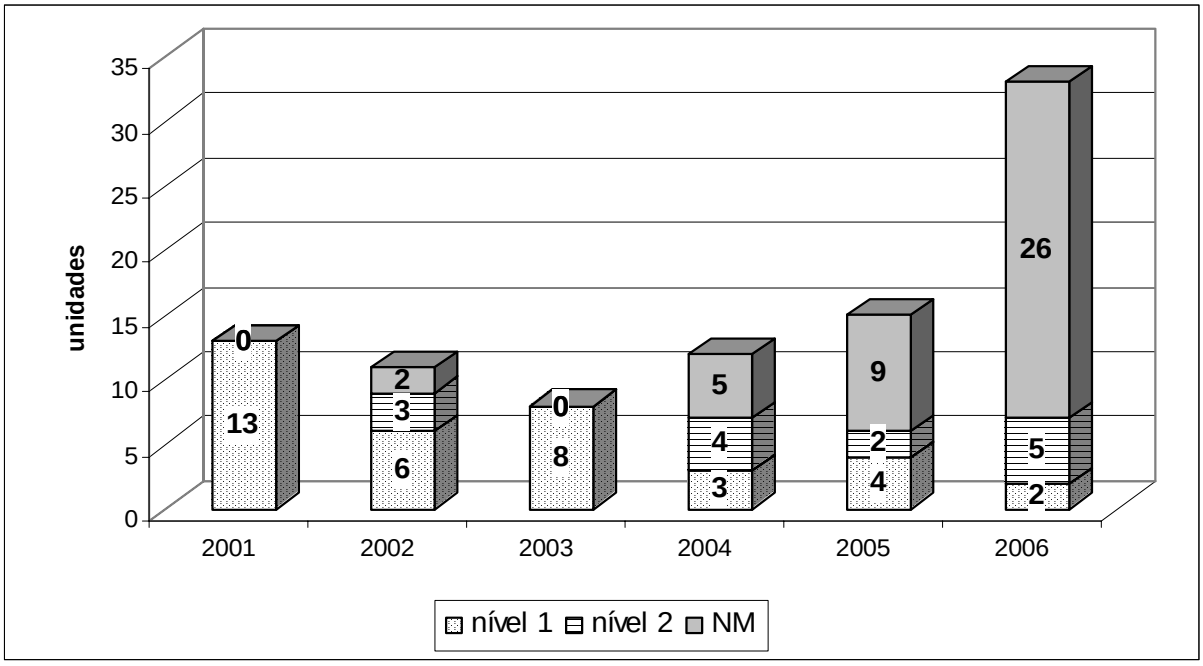
Fontes: *BDI nº235/2006 - BOVESPA (12/12/2006); **CVM

Até o dia 12 de dezembro de 2006, a BOVESPA possuía noventa e duas empresas registradas em seus níveis diferenciados de governança, contando com trinta e seis no Nível 1, quatorze no Nível 2 e quarenta e duas no Novo Mercado. As datas de registro na CVM foram adicionadas para mostrar a relação existente entre abertura de capital e adesão aos níveis diferenciados de governança. Das empresas que abriram capital em 2005 ou 2006 e aderiram aos níveis de governança da BOVESPA, quase 87% entraram diretamente no Novo Mercado e o restante no Nível 2, sendo que nenhuma foi para o Nível 1, cuja empresa que abriu capital mais recentemente o fez em outubro de 2002. Soma-se o fato de que de todas as empresas que tiveram seus registros de abertura de capital concedidos em 2006, até o dia 12 de dezembro[7], aproximadamente 33% delas aderiram ao Novo Mercado.

Tais estatísticas são corroboradas pela observação do número de empresas em cada nível e de suas respectivas datas de aderência aos diferentes níveis de governança. A grande adesão ao Nível 1 de governança corporativa, intensa no ano de criação dos novos padrões de

[7] Período considerado na montagem das tabelas dos níveis diferenciados de governança, sendo quarenta e nove concessões de registros de empresas no total durante este período.

governança, já não é mais observada, tendo apenas dois registros durante o período considerado. O Nível 2 teve pouca variação no número de empresas registradas, além de ser o nível que apresenta o menor número de empresas. Já o Novo Mercado, a tendência crescente vem se confirmando desde 2004, quando superou, mesmo que timidamente, o número de adesões aos outros níveis e, após 2005, teve um aumento bem maior em seu número de listagens. Além desses dados, o gráfico a seguir evidencia o número crescente de empresas que aderem aos níveis de governança a cada ano, o qual inclui também empresas que abriram seu capital há tempos e que alteraram suas estruturas para s enquadrarem às melhores práticas de governança.



Fonte: Bovespa

Gráfico 16. Número de empresas registradas nos níveis de governança da BOVESPA por anos de entrada

Essas relações deixam clara a grande pressão existente para que as novas empresas adequem-se às exigibilidades dos níveis diferenciado de governança, especialmente àquelas

contidas no Novo Mercado, inclusive por parte dos investidores. Dessa forma, vários pesquisadores têm buscado evidências da existência de vantagens para as empresas que participam dos segmentos especiais de listagem frente àquelas que possuem títulos no mercado tradicional.

Carvalho (2003) analisou o efeito sobre o preço, volume, volatilidade e liquidez das ações das empresas que migraram para os níveis de governança corporativa da BOVESPA. Segundo o autor, os retornos foram maiores do que os esperados, o que mostra que a migração teve um efeito positivo sobre os preços das ações, e houve um aumento na liquidez após a migração, com o preço respondendo menos ao volume transacionado, ou seja, a migração provoca uma redução da volatilidade da ação como resposta a fatores do cenário econômico[8]. Rogers *et alii* (2005) buscaram testar a sensibilidade e a estabilidade do Índice de Governança Corporativa (IGC), que corresponde ao comportamento da carteira composta pelas empresas que aderiram voluntariamente aos padrões mais elevados de governança da Bovespa, e do IBovespa. As variáveis macroeconômicas utilizadas foram: o comportamento da taxa de câmbio, o índice Dow Jones, o risco-Brasil (EMBI), uma *proxy* para o PIB (produção física industrial) e a condição de paridade descoberta da taxa de juros. Segundo os autores, não se verificou uma redução da sensibilidade a fatores macroeconômicos do valor das ações das empresas que aderiram a melhores práticas de governança, ou seja, não houve a redução da volatilidade. Com isso, dada a significância das variáveis macroeconômicas, os autores concluíram que a performance do mercado de capitais está mais condicionada pelos fatores macroeconômicos do que pelas boas práticas de governança corporativa.

[8] Vieira e Mendes (2004) não encontraram resultados conclusivos acerca da volatilidade, verificaram que há superioridade da relação preço/lucro em comparação às empresa que não aderiram aos níveis diferenciados de governança da BOVESPA, e firmam que tal relação “induz a uma correlação positiva entre menor risco de crédito e governança” (p. 117).

As mudanças ocorridas nas ações de empresas que entraram para o Nível 1 foram objeto do estudo de Aguiar, Corrar e Batistella (2004), que investigaram se houve alterações no padrão da quantidade média de ações emitidas, no volume médio negociado e no preço médio. Os resultados não mostraram evidências de melhoras para as empresas participantes do Nível 1, o que, segundo os autores, mostra que algumas expectativas da BOVESPA quando criaram este nível de governança, como a diminuição da assimetria de informações entre investidores e gestores e a redução do custo do capital, não foram constatadas.

Por outro lado, Barnabé e Bone (2005) analisaram sete empresas que entraram para os três níveis de governança da BOVESPA separadamente, observando a existência de quebras estruturais no beta do mercado e nos resíduos recursivos, e os resultados indicaram que a adesão aos níveis diferenciados de governança teve relevância para algumas empresas, mas para outras não.

Percebe-se pela análise que não existe um resultado consensual sobre o impacto das melhores práticas de governança corporativa no financiamento empresarial brasileiro. Aparentemente, as práticas de governança estão relacionadas mais com o valor das empresas no mercado do que com a melhora dos problemas de *agency*. De qualquer forma, aprimorar a qualidade das informações prestadas ao mercado e as práticas de gestão dentro das empresas, estabelecendo conselhos administrativos e auditores independentes, e valorizar os acionistas minoritários, monitorando melhor as decisões tomadas pelos administradores das companhias, são bons meios para reduzir as assimetrias de informações entre os agentes e ter maior acesso a recursos de terceiros pela maior segurança dada aos credores, haja visto que o acesso ao mercado de capitais e de crédito ainda é muito reduzido no Brasil.

O capítulo seguinte traz novas contribuições aos estudos dos efeitos da governança corporativa sobre o financiamento empresarial, buscando avaliar se os credores e, especialmente as instituições financeiras, reconhecem e valorizam os esforços para melhorar

os padrões de governança, aumento o fornecimento de recursos para as empresas do Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.

4 EFEITOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA SOBRE O ACESSO AO CRÉDITO

Uma vez constatadas as deficiências institucionais do Brasil e as dificuldades encontradas para conseguir acesso ao crédito junto ao sistema financeiro, o objetivo do presente capítulo é avaliar se as empresas que aderiram aos novos níveis de governança corporativa da BOVESPA conseguiram captar mais recursos de terceiros frente às demais empresas que continuaram listadas no mercado tradicional. Mais especificamente procura-se verificar se as empresas que se enquadraram às regras do Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado aumentaram seus níveis de alavancagem, ou seja, aumentaram o montante de dívidas em sua estrutura de capital, tanto de curto, como de longo prazo.

Ao aderir a um dos níveis de governança corporativa da BOVESPA, as empresas recebem uma certificação que mostra ao mercado que são empresas mais preocupadas com valores corporativos, como ética e transparência. Dessa forma, a hipótese do trabalho é que por melhorarem a qualidade das informações divulgadas, aumentarem a transparência e valorizarem os acionistas minoritários, sinalizando essas características aos investidores mediante a certificação recebida pela BOVESPA, essas empresas reduzem os problemas advindos da assimetria de informações, dando mais segurança aos investidores. Conseqüentemente, as empresas que fazem parte dos melhores níveis de governança corporativa da BOVESPA aumentam a participação do capital de terceiros em sua estrutura de capital, tanto o endividamento total, quanto, e especialmente, as dívidas com vencimentos mais longos. As empresas dos níveis diferenciados de governança da BOVESPA são, dessa forma, beneficiadas pelos investidores, mesmo incorrendo em maiores custos associados às práticas de governança corporativa.

Para testar a hipótese do trabalho serão usadas tanto estatísticas descritivas quanto testes econométricos. Assim sendo, na primeira seção consta a definição dos indicadores de alavancagem e de seus fatores de influência, incluindo o fator de governança corporativa, juntamente com as predições teóricas para o impacto das variáveis de controle e de governança corporativa sobre o endividamento. A segunda seção apresenta a metodologia para a seleção da amostra e montagem do banco de dados, assim como as estatísticas descritivas para as empresas selecionadas neste estudo. Finalmente, a terceira seção apresenta a metodologia e o modelo econométrico utilizado para testar a hipótese do estudo.

4.1 Cálculo dos Indicadores de Alavancagem e das Variáveis de Influência

A fim de avaliar os impactos da governança corporativa no acesso aos recursos de terceiros, foram definidos cinco índices de alavancagem, que mostram o montante total do endividamento e o perfil das dívidas. O índice de endividamento total sobre ativo total (ET/AT) mostra a porcentagem total dos investimentos da empresa financiada pelo total de recursos de terceiros. Como uma subdivisão deste índice, foi definido o índice chamado de dívida onerosa bruta sobre o ativo total (DB/AT), que mostra a parcela do ativo financiada pelo endividamento junto a instituições financeiras, sendo calculado como a soma das debêntures de curto e longo prazo com os financiamentos de curto e longo prazo.

Os índices que mostram o perfil de vencimento das dívidas são: endividamento de curto prazo (PC/AT), calculado como o quociente entre passivo circulante e ativo total; endividamento de longo prazo (ELP/AT), razão entre o exigível a longo prazo e ativo total; e, por fim, a dívida onerosa de longo prazo (DLP/AT), calculada pela divisão entre os financiamentos e debêntures de longo prazo pelo ativo total. O quadro resumo dos indicadores de alavancagem pode ser visto a seguir:

Quadro 2 – Resumo dos indicadores de alavancagem

Variável	Sigla	Forma de Cálculo
Endividamento Total	ET/AT	$\frac{ET}{AT}$
Dívida Onerosa Bruta	DB/AT	$\frac{FinCP + FinLP + DebCP + DebLP}{AT}$
Endividamento de Curto Prazo	PC/AT	$\frac{PC}{AT}$
Endividamento de Longo Prazo	ELP/AT	$\frac{ELP}{AT}$
Dívida Onerosa de Longo Prazo	DLP/AT	$\frac{FLP + DLP}{AT}$

Em que: ET = Exigível Total; AT = Ativo Total; FinCP = Financiamento de Curto Prazo; FinLP = Financiamento de Longo Prazo; DebCP = Debêntures de Curto Prazo; DebLP = Debêntures de Longo Prazo; PC = Passivo Circulante; ELP = Exigível de Longo Prazo

Optou-se por calcular os índices de alavancagem como a razão das diferentes partes do passivo exigível em relação ao ativo total por ser uma forma de não excluir as empresas com patrimônio líquido negativo, chamadas de empresas sobre-endividadas, já que estas são importantes para o objetivo do estudo.

Para analisar o efeito da governança corporativa no endividamento das empresas é necessário que outras variáveis que influenciam o acesso ao crédito sejam incluídas a fim de que o efeito da governança corporativa seja isolado. Com base nos trabalhos citados anteriormente, mas principalmente nos trabalhos de Titman e Wessels (1988), Perobelli e Famá (2002) e Silva e Valle (2005), foram calculadas *proxies* para os principais atributos que impactam no endividamento, sendo: colateral, benefícios fiscais não de dívida, singularidade do produto, oportunidade de crescimento, tamanho e lucratividade.

Espera-se que o índice usado para avaliar a disponibilidade de colateral (colat) tenha impacto positivo no montante de dívidas das empresas, uma vez que quanto maior o volume de garantias que possam ser oferecidas aos investidores, mais segurança os mesmos terão em relação ao recebimento dos retornos esperados, mostrando uma relação positiva entre o

fornecimento de recursos e disponibilidade de colateral. A forma de cálculo deste índice – quociente da soma entre o ativo imobilizado líquido e estoques pelo o ativo total – mostra a porcentagem de ativos que podem ser usados como garantias em empréstimos em relação ao montante total de ativos das empresas.

A relação negativa esperada para a *proxy* que mensura os benefícios fiscais não de dívida (benndiv) refere-se ao fato de que quanto mais benefícios fiscais advindos de outras fontes que não do endividamento, menor será incentivo ao endividamento. Sendo a depreciação e a amortização algumas dessas outras fontes de abate fiscal, optou-se por calcular esta variável como a proporção de depreciação e amortização em relação ao ativo total.

A singularidade do produto (sing) tem um sinal esperado negativo, pois empresas com produtos singulares possuem menos dívidas em sua estrutura de capital, uma vez que seus custos de falência são mais altos relativamente às empresas que comercializam produtos facilmente substituíveis, tanto para investidores, como para fornecedores e consumidores. A forma de cálculo desta variável, dada pela razão entre despesas de vendas e receita líquida, mostra que empresas com produtos singulares devem ter despesas de vendas relativamente mais altas do que aquelas que comercializam produtos facilmente substituíveis, dado que para commodities ou produtos comuns não são necessários muitos esforços para gerar ou estimular suas demandas[9].

Já a variável usada para mensurar as oportunidades de crescimento (oc) mostra a relação entre o ativo a valor de mercado e o ativo a valor contábil. O sinal negativo esperado para a relação entre oportunidades de crescimento e alavancagem deve-se a vários fatores. O primeiro deles é que empresas com boas oportunidades de crescimento têm maiores custos de falência e os retornos gerados pelo crescimento não podem ser usados como garantias. Outro

[9] Sobre este ponto agradeço aos esclarecimentos da Profa. Dra. Fernanda Perobelli que, gentilmente, respondeu às minhas dúvidas.

fator é que gestores de firmas com bons projetos futuros evitam endividar-se para não perder parte de seus retornos para pagamento a credores; além disso, o papel disciplinador do endividamento pode levar as empresas a abdicarem de novos projetos, que aumentariam ainda mais seu crescimento. Assim, espera-se que a *proxy* utilizada para medir as oportunidades de crescimento mostre-se negativamente relacionada ao nível de endividamento.

Outro importante fator determinante da alavancagem é o tamanho (tam) do tomador. Empresas grandes, em geral, apresentam mais dívidas em sua estrutura de capital do que as pequenas, seja pela disponibilidade de mais garantias, pelo histórico de reputação ou pelos menores custos de falência proporcionalmente ao tamanho de seus negócios. Por outro lado, empresas pequenas buscam o endividamento de curto prazo mais do que as grandes pela falta de opções de escolha entre outras fontes de financiamento, como a emissão de ações. Assim, espera-se que empresas pequenas tenham endividamento de curto prazo maior do que as grandes, enquanto as grandes são beneficiadas no acesso às dívidas de longo prazo. Foi utilizada como medida de tamanho o logaritmo neperiano da receita líquida, dado que a receita líquida é uma forma de mensurar o faturamento das empresas.

A última *proxy* utilizada para avaliar os efeitos sobre a alavancagem é a lucratividade (luc). Segundo a *pecking order theory*, as empresas financiam-se primeiramente pelos lucros retidos, depois por dívidas e, em último caso, pela emissão de ações. A relação negativa entre lucratividade e endividamento deve-se, portanto, à preferência das empresas em se financiarem pelos seus lucros retidos, medido, no presente trabalho, pela proporção entre o lucro antes do imposto de renda, juros e despesas financeiras (LAJIR) e o ativo total.

O quadro a seguir mostra a forma como foram calculadas as *proxies* financeiras utilizadas para controle e sua relação esperada com os índices de alavancagem:

Quadro 3 – Resumo das variáveis de controle

Variável	Sigla	Forma de Cálculo	Resultado Esperado
Colateral	Colat	$\frac{ImLiq + E}{AT}$	Sinal Positivo
Benefícios Fiscais não de Dívida	Benndiv	$\frac{DE}{AT}$	Sinal Negativo
Singularidade do Produto	Sing	$\frac{DV}{RL}$	Sinal Negativo
Oportunidade de Crescimento	Oc	$\frac{AT - PL + PLVM}{AT}$[10]	Sinal Negativo
Tamanho	Tam	ln (VL)	Sinal Positivo em relação ao endividamento total, mas negativo em relação ao endividamento de curto prazo
Lucratividade	Luc	$\frac{LAJIR}{AT}$, LAJIR = LL + DF + IR +CS	Sinal Negativo

Em que: ImLiq = Ativo Imobilizado Líquido; AT = Ativo Total; DE = Depreciação do Exercício; E = estoques; DV = Despesas de Vendas; RL = Receita Líquida; PL = Patrimônio Líquido; PLVM = Patrimônio Líquido a Valor de Mercado; VL = Vendas Líquidas; LL = Lucro Líquido; DF = Despesas Financeiras; IR = Imposto de Renda; CS = Contribuição Social

Há, ainda, a necessidade de controlar outros fatores, além dos aspectos financeiros, que também podem afetar a restrição ao crédito, como o setor de atividade, a classificação na indústria, a regulamentação governamental, a negociação de títulos no exterior (ADR) e o momento macroeconômico encontrado pelas empresas, sendo este último representado pelas *dummies* de ano.

Pela proposição da irrelevância da estrutura de capital de Modigliani e Miller (1958), não deve existir diferença entre as estruturas de capital de setores industriais distintos, o que significa dizer que o endividamento não deve ser influenciado pelo setor de atividade (GOMES; LEAL, 2000). Este resultado foi corroborado pelo trabalho de Chen e Xue (2004), mas há outras pesquisas que mostram que, dependendo do setor de atividade, as empresas tendem a ser mais ou menos endividadas, conforme seu tipo de produto, havendo alguns

[10] A fórmula do PLVM é calculada pelo programa Economática da seguinte forma: Valor de Mercado = cotação não ajustada por proventos X total de ações ex-tesouraria calculada.

setores que estão positivamente correlacionados com os indicadores de alavancagem (SILVA; VALLE, 2005). Para testar a relação entre o setor de atividade e a alavancagem, foi inserida uma *dummy* para identificar o setor ao qual cada empresa pertence (dsetor), sendo dezenove setores no total definidos segundo a classificação do programa Economática, e espera-se que esta variável não tenha influência sobre o nível de endividamento.

A classificação na indústria distingue as empresas pelo tipo de produto que comercializam. Segundo o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), há quatro classificações industriais: bens de capital, bens de consumo duráveis, bens de consumo não duráveis e bens intermediários. As empresas que fazem produtos que requerem a disponibilização de serviços especializados e/ou fornecimento de insumos específicos, como as produtoras de bens de capital ou produtos singulares, consideram a liquidação mais custosa do que as demais, sendo, dessa forma, menos endividadas (TITMAN; WESSELS, 1988; PEROBELLI; FAMÁ. 2002). Foram considerados como setores produtores de bens especializados aqueles que necessitam de fornecedores de insumos e componentes especializados, mão de obra qualificada e tecnologia avançada, composto basicamente pelas empresas pertencentes ao setor de bens de capital[11]; para tanto foi adicionada uma variável *dummy* (dsetesp) que assume valor um para estes setores, e zero caso contrário, cuja relação esperada com os indicadores de alavancagem é negativa.

Em relação aos setores regulamentados espera-se que empresas pertencentes aos mesmos são mais alavancadas, pois, uma vez que seguem normas estabelecidas pelo governo federal, possuem metas de investimentos firmadas e fiscalizadas pelo Estado. Para identificar as empresas pertencentes a este tipo de classificação setorial, foram analisadas as categorias da classificação NAICS de cada empresa, sendo incluída uma variável *dummy* (dregul), que assume valor um caso as empresas façam parte dos setores regulamentados e zero caso

[11] Os setores considerados como especializados são: siderurgia e metalurgia, veículos e peças, máquinas industriais e eletroeletrônicos.

contrário[12]. Espera-se encontrar uma relação positiva entre os setores regulamentados pelo governo e os indicadores de endividamento.

As empresas que comercializam ADR no mercado norte americano, devido ao fato de possuírem mais visibilidade nos mercados onde atuam e maior exposição internacional, são beneficiadas no acesso ao crédito (MEDEIROS; TIBÉRIO, 2005; OLIVEIRA; SILVA; VILLALOBOS, 2005). Além disso, as empresas que emitem ADR nível 2 e 3 seguem normas contábeis mais rígidas do que o exigido pela Lei das S.As, sendo, dessa forma, mais transparentes e críveis perante os credores, havendo uma relação positiva entre a emissão de ADR nível 3 e o nível de alavancagem (PEROBELLI et alii. 2005). As empresas que negociam ADR foram identificadas pelo programa Economática e, com isso, foi incluída uma variável *dummy* (dADR) que assume valor igual a um, caso a empresa negocie ADR, e zero, caso contrário, independentemente do nível de ADR negociado, esperando-se encontrar uma relação positiva desta variável com o endividamento.

Finalmente, para mensurar o impacto que os níveis de governança corporativa da BOVESPA têm sobre os indicadores de alavancagem, foi construída uma variável *dummy* para governança corporativa (gc) que assume valor igual a um a partir do ano em que a empresa entrou para um dos três níveis de governança da BOVESPA e zero caso contrário. As empresas que fazem parte dos níveis diferenciados de governança da BOVESPA foram identificadas pelo Boletim Diário de Informações (BDI), do dia 12/12/2006, fornecido pela própria instituição. É importante esclarecer que o valor da gc igual a um é atribuído à partir do ano i para as empresas que aderiram a um dos níveis de governança até o último dia do terceiro trimestre do mesmo ano, caso contrário, o ano de entrada foi considerado como sendo (i + 1), dessa forma, as empresas que entraram para o Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado após

[12] Os setores considerados como regulamentados são: transmissão e distribuição de energia elétrica; atividades auxiliares ao transporte rodoviário; transporte ferroviário; telecomunicações; água, esgoto e outros sistemas; distribuição de gás natural; comércio atacadista de petróleo e produtos de petróleo; extração de petróleo e gás; construção de estradas, ruas, pontes e túneis e mineração de metais.

o último trimestre de 2005 são consideradas como pertencentes ao mercado tradicional de classificação, cuja *dummy* possui valor igual a zero durante todo o período.

Alternativamente, foi construída outra variável *dummy* de governança corporativa que considera somente as empresas pertencentes ao Nível 2 e Novo Mercado (n2nm), afim de que seja mensurado o efeito destes níveis de governança da BOVESPA sobre o acesso aos recursos de terceiros. A forma de inserção é igual à primeira variável *dummy* de governança, mas, neste caso, a *dummy* assume valor igual a um somente após as empresas aderirem às normas do Nível 2 ou do Novo Mercado, excluindo, portanto, as empresas do Nível 1. Esta segunda variável de governança foi inserida pela maior rigidez das regras de governança dos dois níveis, o que pode ter um impacto maior sobre o acesso ao crédito no sistema financeiro.

Pelos trabalhos comentados anteriormente, espera-se que a governança corporativa tenha um impacto positivo em todos os indicadores de alavancagem, visto que empresas que empregam boas práticas de governança aumentam a participação das dívidas na estrutura de capital (BARCELOS; CARVALHO, 2002; POSHAKWALE; COURTIS, 2005; SILVA, 2002; PEROBELLI et alii, 2005).

O quadro abaixo mostra um panorama geral das variáveis *dummy* incluídas para analisar os fatores determinantes da alavancagem.

Quadro 4 – Resumo das variáveis *dummy*

Variável	Sigla	Forma de Inserção	Resultado Esperado
Governança Corporativa	gc	gc = 1 após a entrada para qualquer um dos níveis de governança da BOVESPA, e gc = 0 caso contrário	Sinal Positivo
N2 e NM	n2nm	N2nm =1 após a entrada no Nível 2 ou Novo Mercado, e n2nm = 0 caso contrário	Sinal Positivo
Ano	dano	*dummies* de ano, sendo 12 anos no total	Indeterminado
Setores Especializados	dsetesp	dset_esp = 1 para empresas produtoras de bens especializados, e dset_esp = 0 caso contrário	Sinal Negativo
Setores Industriais	dsetor	*dummies* de setor, sendo 19 setores no total	Não Significativo
Setores Regulamentados	dregul	dregul = 1 para empresas pertencentes aos setores regulamentados pelo Estado, e dregul = 0 caso contrário	Sinal Positivo
Emissões de ADR	dADR	dADR = 1 para empresas que emitem ADR (níveis 1, 2 e 3), e dADR = 0 caso contrário	Sinal Positivo

Os cinco indicadores de alavancagem serão, dessa forma, testados em relação a doze variáveis que possivelmente influenciam no acesso ao crédito das empresas, sendo seis indicadores financeiros e seis *dummies*, pois as variáveis de governança corporativa fazem parte de modelos separados. Nas próximas seções serão mostradas as estatísticas descritivas e o modelo econométrico, juntamente com seus resultados.

4.2 Estatísticas Descritivas

Para testar a influência da governança corporativa e das variáveis financeiras sobre os indicadores de alavancagem foi montado um banco de dados com informações financeiras das empresas brasileiras que atualmente negociam suas ações na BOVESPA, extraídos do programa Economática, de onde foram selecionados os dados contábeis consolidados quando disponíveis, substituídos por dados não consolidados caso contrário.

Os dados coletados têm periodicidade anual, compreendendo o período de 1994 a 2005. Atualmente existem 391 empresas listadas na BOVESPA[13] e ,depois de excluídas as empresas não participantes dos setores de finanças e seguros e de fundos, pela classificação do programa Economática, e não participantes do setor de serviços financeiros e seguros, pela classificação NAICS[14], foi selecionada uma amostra inicial com 326 empresas. Após coletadas todas as informações contábeis e calculados os indicadores de alavancagem e as variáveis de controle conforme as formas indicadas anteriormente, foram excluídas as empresas com menos de duas informações durante o período selecionado, resultando em uma amostra com 302 empresas, distribuídas em dezenove setores, mostrados abaixo:

Tabela 9 – Número de empresas por setor

Setor	Número do Setor	Número de empresas
Outros	1	60
Construção	2	13
Siderurgia e Metalurgia	3	31
Energia Elétrica	4	35
Serviços de Transportes	5	13
Têxtil	6	27
Telecomunicações	7	20
Alimentos e Bebidas	8	18
Papel e Celulose	9	7
Veículos e Peças	10	18
Máquinas Industriais	11	4
Comércio	12	14
Química	13	17
Agro e Pesca	14	2
Eletroeletrônicos	15	7
Petróleo e Gás	16	8
Mineração	17	2
Minerais não Metálicos	18	4
Software e Dados	19	2

Durante o período analisado, novas empresas abriram capital na BOVESPA, aumentando o número de empresas listadas ao longo do tempo, conforme mostra a tabela a

[13] Segundo publicado no Boletim Diário de Informações da BOVESPA de 12/12/2006.
[14] A classificação do programa Economática compreende, no total, vinte categorias. A classificação NAICS, sigla para *North America Industrial Classification*, é uma classificação setorial internacional que totaliza 313 categorias.

seguir. O número 1 indica a existência de uma observação para cada ano entre 1994 e 2005 e o ponto (.) indica que não há observações naquele ponto do tempo. Assim, é possível notar que 48,68% das empresas possuem informações em todos os anos, 15,56% não possuem dados para os três primeiros anos e 15,23% possuem dados somente a partir de 1998. Somente 2,32% das empresas possui informações apenas nos dois últimos anos e 7,28 apresenta padrões diferentes de distribuição dos dados ao longo do tempo.

Tabela 10 – Distribuição das empresas ao longo do tempo

Freqüência	Porcentagem	Acumulado	Padrão
147	48,68	48,68	111111111111
47	15,56	64,24	...111111111
46	15,23	79,47	11111111
8	2,65	82,12	1111111
8	2,65	84,77	..1111111111
7	2,32	87,09	11
7	2,32	89,40	.11111111111
6	1,99	91,39	1111
4	1,32	92,72	11111
22	7,28	100,00	(outros padrões)
302	100,00		

Do total de empresas da amostra, sessenta delas (19,87%) pertencem aos setores especializados, setenta e duas (23,84%) fazem parte dos setores regulamentados pelo governo e trinta e uma (10,26%) emitem ADR. Quanto à participação nos níveis de governança da BOVESPA, quarenta e oito (15,89%) fazem parte do Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado, enquanto vinte e uma (6,95%) participam somente do Nível 2 ou Novo Mercado. A tabela 11 mostra a caracterização das empresas de acordo com as *dummies* comentadas anteriormente, onde 0 (zero) significa que não possui o atributo em questão e 1 (um), o contrário:

Tabela 11 – Caracterização das empresas pelas *dummies*

dummy	0	1	Total
dset_esp	242 (80,13%)	60 (19,87%)	302 (100%)
Dregul	230 (76,16%)	72 (23,84%)	302 (100%)
dADR	271 (89,74%)	31 (10,26%)	302 (100%)
Gc	254 (84,11%)	48 (15,89%)	302 (100%)
n2nm	281 (93,05%)	21 (06,95%)	302 (100%)

Olhando para os anos de entrada em um dos níveis de governança, vê-se que seis empresas aderiram a um dos três níveis em 2001, doze o fizeram em 2002, sete em 2003, nove em 2004 e quatorze em 2005, o que mostra uma tendência crescente da quantidade de empresas que empregam as práticas de governança recomendadas pela BOVESPA ao longo do tempo, como pode ser visto na próxima tabela. Apesar de ainda haver 254 empresas classificadas no mercado tradicional de classificação da BOVESPA na amostra, é importante lembrar que os dados do ano de 2006 não estão incluídos, sendo este um ano de grande crescimento do mercado de capitais brasileiro e também de aumento expressivo do número de empresas que conseguiram a certificação de governança corporativa da BOVESPA.

Tabela 12 – Distribuição das empresas por grupos de acordo com o ano de entrada em um dos níveis de governança da BOVESPA

	Freqüência	Porcentagem
Gtrad	254	84,11
G01	6	1,99
G02	12	3,97
G03	7	2,32
G04	9	2,98
G05	14	4,64
Total	302	100,00

Os dados financeiros das empresas da amostra mostram que o ativo total médio das empresas é próximo aos três milhões de reais, cuja receita líquida média é superior a 1,3 milhões de reais. O grande desvio-padrão dos dados indica que a amostra é bastante heterogênea, como pode ser visto abaixo:

Tabela 13 – Ativo total médio e receita líquida média das empresas da amostra

	Média	Mediana	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
Ativo Total	2.954.166	442.443	1,11e+07	5	1,84e+08
Receita Líquida	1.371.997	286.070	4.904.179	0	1,37e+08

Analisando os indicadores financeiros que influenciam o acesso ao crédito, além do tamanho das empresas, destaca-se o alto percentual das oportunidades de crescimento, ligeiramente superior a 100%, indicando que as empresas, em média, possuem patrimônio líquido com valor de mercado bem acima de seu valor contábil, ao mesmo tempo em que a lucratividade média é razoavelmente baixa, não alcançando 9%. A disponibilidade média de colateral gira em torno de 50% dos ativos totais das empresas, enquanto que os benefícios fiscais não de dívida são baixos, indicando que ao mesmo tempo em que a proporção de ativos fixos e de estoques representa aproximadamente metade dos ativos das companhias, a proporção de gastos usados para abatimento de impostos com depreciação e amortização é pequena. A *proxy* utilizada para medir a singularidade dos produtos indica que, em média, as despesas de vendas representam aproximadamente 9% da receita líquida, um percentual relativamente baixo para todas as empresas. A tabela abaixo mostra os indicadores financeiros médios da amostra:

Tabela 14 – Dados financeiros médios da amostra

	média	mediana	desvio-padrão
tamanho	12,54	12,69	2,04
lucratividade	8,75%	9,01%	14,05%
colateral	51,37%	54,47%	22,48%
benefícios fiscais não de dívida	4,07%	3,59%	2,86%
singularidade	9,01%	7,54%	7,90%
oportunidade de crescimento	106,92%	92,58%	68,91%

Os indicadores de alavancagem mostram que em média as empresas possuem 68,14% de seus investimentos financiados por capital de terceiros, mas o endividamento de

curto prazo é, em média, maior do que o de longo prazo, sendo o primeiro igual a 35,46%, enquanto o segundo é de quase 29%. O endividamento junto a instituições financeiras, por debêntures e financiamentos, é em média próximo aos 27%, sendo o endividamento oneroso de longo prazo médio da amostra de quase 13%, como indicado a seguir:

Tabela 15 – Média dos índices de alavancagem

	média	mediana	desvio-padrão
ET/AT	68,14%	55,73%	73,19%
DB/AT	27,46%	22,90%	29,77%
PC/AT	35,46%	28,57%	34,92%
ELP/AT	28,99%	22,36%	32,68%
DLP/AT	12,88%	9,18%	13,55%

A matriz de correlação entre as variáveis indica que todos os indicadores de alavancagem possuem uma relação positiva entre eles, conforme esperado, já que há uma forte relação entre a estrutura das contas do passivo exigível e os indicadores de alavancagem. A exceção ocorre na relação entre os indicadores de dívida onerosa de longo prazo e dívida de curto prazo, onde é vista a presença do sinal negativo nesta correlação, indicando uma relação inversa entre as variáveis.

A variável de tamanho mostrou-se negativamente relacionada ao endividamento total e de curto prazo, mas positivamente relacionada aos indicadores de endividamento mediante instituições financeiras e ao indicador de alavancagem de longo prazo. A lucratividade está negativamente relacionada aos cinco índices de alavancagem, mostrando que empresas mais lucrativas utilizam menos dívidas em sua estrutura de capital, e positivamente correlacionada ao tamanho.

A disponibilidade de colateral é negativamente correlacionada à alavancagem total e de curto prazo, mas há uma correlação positiva entre o montante disponível de garantias e as dívidas de longo prazo e aquelas adquiridas por debêntures e financiamentos, tanto de curto quanto de longo prazo. Além disso, há uma relação positiva entre tamanho e colateral e

negativa entre a última variável e a lucratividade. É possível observar também que os benefícios fiscais não de dívida são positivamente correlacionados com todos os índices de alavancagem, com o tamanho das empresas e com a disponibilidade de colateral, mas esta relação se inverte quando se trata da lucratividade.

A singularidade dos produtos está positivamente correlacionada com o endividamento total e de curto prazo, mas negativamente com os demais indicadores de endividamento. Observa-se correlação positiva desta variável com os atributos tamanho e benefícios fiscais não de dívida, havendo sinal negativo com as variáveis de lucratividade de colateral.

Ao contrário do que prediz a teoria, o indicador de oportunidades de crescimento mostrou-se positivamente correlacionado com todos os indicadores de alavancagem. Houve correlação positiva também com as características de tamanho, lucratividade, benefícios fiscais não de dívida e singularidade, registrando sinal negativo somente com a variável de colateral.

A relação entre as *dummies* e os indicadores de endividamento indica que as empresas pertencentes aos setores especializados possuem maior endividamento total e oneroso de curto e longo prazo, além de sinal positivo também com o endividamento de curto prazo, entretanto, nota-se que há uma correlação negativa entre esta *dummy* e os dois indicadores de endividamento de longo prazo, dessa forma, há indícios de que apesar de serem mais endividadas, as empresas de setores especializados possuem mais dívidas de curto prazo do que as demais. Exatamente o oposto ocorre com as empresas dos setores regulamentados, que possuem correlação negativa com os indicadores de alavancagem total e de curto prazo, mas positiva com os endividamentos de longo prazo.

Já as companhias que emitem ADR são menos endividadas, tanto a curto quanto a longo prazo, mas possuem mais dívidas onerosas na estrutura de capital, semelhantemente ao

que ocorre com as empresas que fazem parte dos níveis diferenciados de governança corporativa, porém as últimas possuem também maior endividamento de longo prazo em geral. Olhando somente as empresas do Nível 2 e Novo Mercado, observa-se que estas apresentaram sinal positivo em sua correlação com todos os indicadores de alavancagem, menos com o endividamento de curto prazo, isto é, as empresas que participam dos níveis mais exigentes de governança mostram-se mais endividadas do que as demais, especialmente mediante instituições financeiras, mas com menor endividamento de curto prazo. A correlação positiva entre as *dummies* de ADR e de governança corporativa com os índices de alavancagem pode ser um sinal de que o mercado financeiro privilegia empresas preocupadas com maior transparência e confiabilidade em sua prestação de contas, como exigidos pelas regras de governança e pela emissão de alguns níveis de ADR, sendo, portanto, um indício de que a qualidade das informações importa aos credores.

A matriz de correlação pode ser vista a seguir:

Tabela 16 – Matriz de correlação

	ET/AT	DB/AT	PC/AT	ELP/AT	DLP/AT	tam	luc	colat
ET/AT	1,0000							
DB/AT	0,6883	1,0000						
PC/AT	0,8020	0,6647	1,0000					
ELP/AT	0,7637	0,4034	0,2282	1,0000				
DLP/AT	0,2724	0,5699	-0,0118	0,4554	1,0000			
Tam	-0,0996	0,0029	-0,1570	0,0024	0,2675	1,0000		
Luc	-0,2344	-0,1125	-0,1539	-0,2164	-0,0148	0,2062	1,0000	
Colat	-0,0462	0,0535	-0,1307	0,0623	0,1565	0,2284	-0,0802	1,0000
Benndiv	0,0484	0,0781	0,0472	0,0260	0,0926	0,2561	-0,0423	0,3648
Sing	0,0577	-0,0531	0,0912	-0,0059	-0,0493	0,0397	-0,0025	-0,0370
Oc	0,5250	0,3467	0,4492	0,3706	0,1327	0,1665	0,0570	-0,0897
dset_esp	0,0794	0,0328	0,1480	-0,0311	-0,1144	-0,0477	0,0540	0,0292
Dregul	-0,1024	-0,0360	-0,2260	0,0793	0,1679	0,3223	-0,0174	0,1879
dADR	-0,0982	0,0256	-0,1379	-0,0118	0,1372	0,4568	0,0081	0,1380
Gc	-0,0029	0,0404	-0,0386	0,0367	0,1161	0,2492	0,0978	-0,0381
n2nm	0,0065	0,0232	-0,0120	0,0233	0,0519	0,0993	0,0627	-0,0388

	benndiv	sing	oc	dset_esp	dregul	dADR	gc	n2nm
Benndiv	1,0000							
Sing	0,2396	1,0000						
Oc	0,1427	0,1659	1,0000					
dset_esp	-0,0056	0,0112	0,0070	1,0000				
Dregul	0,2091	-0,2210	-0,0212	-0,3193	1,0000			
dADR	0,2477	0,0609	0,1060	-0,1306	0,2892	1,0000		
Gc	0,0517	-0,0086	0,2252	-0,0171	0,0385	0,1947	1,0000	
n2nm	0,0307	-0,0016	0,2932	-0,0516	0,0872	0,0780	0,5443	1,0000

É importante notar que apesar dos sinais observados acima, a magnitude dos coeficientes é muito baixa para a correlação entre as *dummies* de governança e os indicadores de alavancagem, o que torna interessante olhar mais cuidadosamente para o endividamento das empresas que fazem parte da classificação tradicional da BOVESPA e aquelas que estão nos níveis diferenciados de governança corporativa para buscar uma identificação entre os diferentes grupos.

Percebe-se pela tabela a seguir que as empresas pertencentes ao Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado (gc = 1 e n2nm = 1) são maiores do que as pertencentes ao mercado tradicional, apresentando, inclusive um desvio-padrão menor. Fato corroborado pela lucratividade, que é em média de 15% para as empresas pertencentes aos níveis diferenciados

de governança corporativa da BOVESPA, enquanto que o mesmo índice é em média de 8,5% para as empresas do grupo tradicional. Por outro lado, este último grupo possui um índice de disponibilidade de colateral médio maior do que os grupos compostos somente pelas empresas com melhores práticas de governança, assim como o indicador de singularidade. Os benefícios fiscais não de dívida médio são bastante semelhantes para todas as empresas, mas as empresas que adotam boas práticas de governança corporativa apresentam um índice de oportunidades de crescimento médio bem superior aos do grupo tradicional, destacando-se o percentual de 227,82% das empresas que compõem o Nível 2 e Novo Mercado, indicando que estas empresas possuem um patrimônio líquido mais valorizado pelo mercado do que as demais.

Tabela 17 – Indicadores financeiros médios por grupos de empresas

	gc = 0		gc = 1		n2nm = 1	
	média	desvio-padrão	média	desvio-padrão	média	desvio-padrão
tamanho	12,44	2,01	14,62	1,59	14,36	0,96
lucratividade	0,08	0,14	0,15	0,09	0,16	0,09
colateral	0,51	0,23	0,49	0,18	0,47	0,21
benefícios fiscais não de dívida	0,04	0,03	0,05	0,03	0,05	0,04
singularidade	0,09	0,08	0,09	0,08	0,08	0,08
oportunidade de crescimento	1,04	0,64	1,56	1,14	2,28	1,81

Ao olhar para os índices de alavancagem é possível notar que as empresas do mercado tradicional são mais alavancadas do que as demais, uma vez que o endividamento total médio desse grupo é superior aos outros. Entretanto, a média do índice que mostra a dívida onerosa bruta do mesmo grupo é inferior à média do índice das empresas que fazem parte de um dos três níveis de governança e menor ainda quando comparada às empresas que participam no Nível 2 ou do Novo Mercado, indicando que as empresas com melhores regras de governança corporativa conseguem maior acesso ao crédito perante financiamentos bancários ou emissão de debêntures.

O maior índice de endividamento total das empresas classificadas no mercado tradicional parece ser explicado pelas dívidas de curto prazo, que são superiores para estas empresas do que para as demais, conforme mostrado pelo índice PC/AT, ao mesmo tempo em que a média do endividamento de longo prazo é ligeiramente inferior ao das empresas com melhor governança corporativa, como indicado pelo índice ELP/AT. Esta diferença fica mais evidente quando é observada a média do indicador da dívida onerosa de longo prazo, onde é clara a superioridade deste índice para as empresas que possuem a certificação de boa governança corporativa da BOVESPA, tanto para as pertencentes aos três níveis, quanto para aquelas que fazem parte do Nível 2 e Novo Mercado. Ou seja, além de conseguirem maior acesso aos recursos do sistema financeiro, as empresas que possuem boas regras de governança corporativa parecem ser privilegiadas na obtenção de dívidas com maiores prazos de vencimento, especialmente em financiamentos e emissão de debêntures, como mostrado pelo gráfico abaixo:

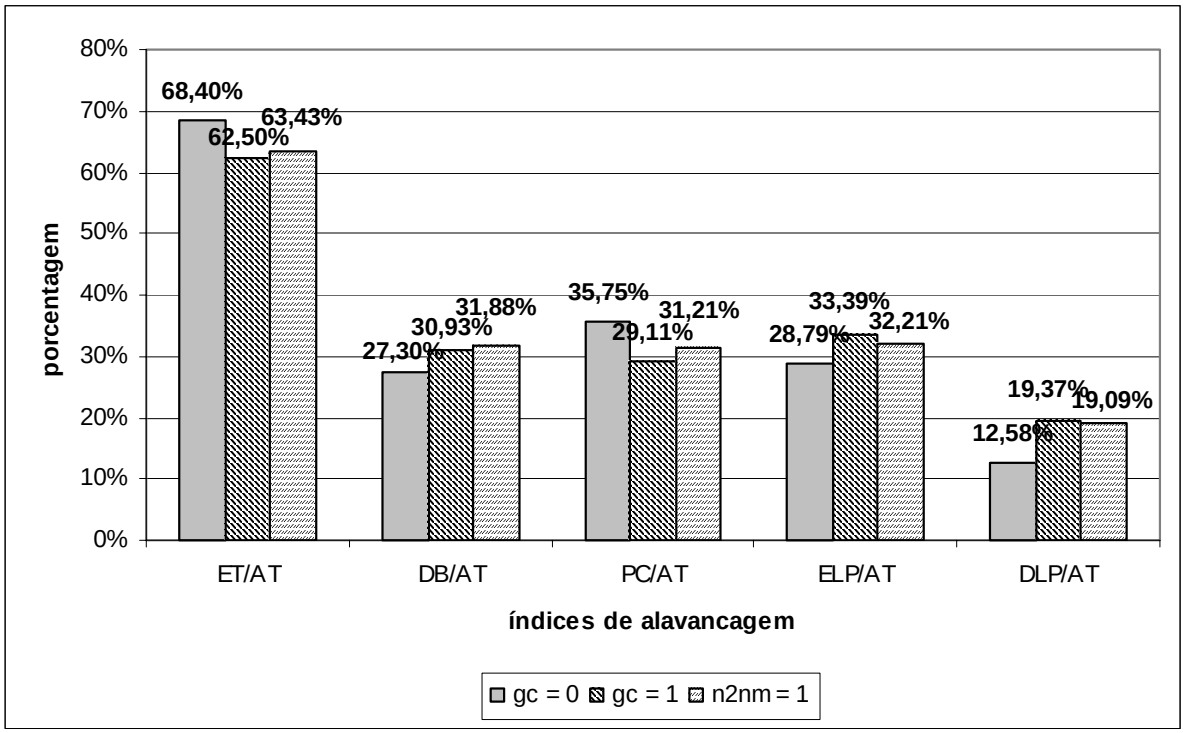


Gráfico 17. Média dos índices de alavancagem

Portanto, pelos dados extraídos da amostra é possível observar que enquanto as empresas pertencentes ao mercado tradicional da BOVESPA possuem mais dívidas em sua estrutura de capital, as empresas com melhores práticas de governança corporativa têm maior endividamento junto a instituições financeiras. O perfil das dívidas também é diferente, dado que as empresas pertencentes ao Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado possuem maior endividamento de longo prazo, destacando-se as dívidas onerosas, enquanto que as empresas que participam do mercado tradicional de negociação da BOVESPA são mais endividadas a curto prazo.

Algumas características que diferenciam os grupos de empresas ajudam a explicar essas diferenças. Primeiramente, as empresas dos grupos diferenciados de governança são maiores e mais lucrativas, e, como prevêem as explicações teóricas, o tamanho está positivamente relacionado ao endividamento, principalmente com as dívidas de longo prazo, enquanto que se espera que aumentos na lucratividade resultem em menor endividamento, de acordo com a teoria *pecking order*. Observa-se pelos indicadores de alavancagem que estas empresas possuem menor endividamento total e de curto prazo, mas com mais dívidas onerosas (totais e de longo prazo) e endividamento de longo prazo pouco superior.

A singularidade dos produtos e as oportunidades de crescimento, entretanto, contrariam o esperado pela teoria, pois o menor indicador médio de singularidade das empresas com boas práticas de governança corporativa, leva a esperar que estas empresas tenham mais dívidas em sua estrutura de capital, o que ocorre somente com o endividamento oneroso; já o maior indicador médio de oportunidades de crescimento deveria resultar em menores indicadores de alavancagem, principalmente junto a instituições financeiras pelo papel disciplinador que as últimas têm sobre as possibilidades de investir em novos projetos de investimentos, mas observa-se exatamente o contrário. O indicador médio de benefícios

fiscais não de dívida não mostrou muita diferença entre as empresas da classificação tradicional e aquelas pertencentes aos níveis diferenciados de governança.

As estatísticas descritivas são apenas um indicador de relação entre as variáveis. Dessa forma, além da descrição das informações foram feitos testes econométricos com diferentes especificações, cujos resultados estão na próxima seção.

4.3 Modelo Econométrico e Resultados

Com base nos dados mostrados anteriormente e na revisão da literatura sobre o assunto, os testes econométricos foram aplicados pelo método de dados em painel para avaliar o efeito da variável de governança corporativa sobre o endividamento das empresas, uma vez que este tipo de modelagem combina séries de tempo e análise em *cross-section*.

Nos modelos de dados em painel, os efeitos de tempo são vistos como mudanças discretas de estado, ou transições, e modelados como aspectos específicos do período em que ocorrem, não sendo carregados entre os períodos dentro uma mesma unidade de *cross-section* (GREENE, 1997). Dessa forma, os conjuntos de dados em painel são mais orientados para análises em *cross-section*, onde a heterogeneidade entre as unidades é parte fundamental do estudo. Assim sendo, a organização do banco de dados do presente estudo e a grande variedade das características das empresas, com 302 unidades e doze períodos de tempo (de 1994 a 2005), se encaixa de forma adequada na definição de dados em painel.

Os testes foram aplicados por dados em painel dinâmico, não balanceado, devido à influência que o endividamento passado exerce sobre a dívida atual (JORGE; ARMADA, 2001; FRANK; GOYAL, 2000). Os métodos usados seguiram o modelo desenvolvido por Arellano e Bond (1991), que faz a estimação por primeira diferença da equação de interesse a fim de eliminar os efeitos aleatórios não observáveis dos indivíduos, obtendo resultados mais

consistentes. Os testes foram aplicados por duas formas de estimação: *One-Step Robust* e T*wo-Step*, pois permitem corrigir problemas de heterocedasticidade dos resíduos[15].

Foram apresentados também os testes de Sargan e de autocorrelação de ordem 1 e 2 para avaliar a adequação da especificação do modelo. Os testes foram conduzidos por meio do *software* Stata 9.

Nas seções que se seguem será feita uma breve explicação teórica da metodologia desenvolvida por Arellano-Bond – tanto para a estimação *One-Step Robust*, quanto *Two-Step* – e os resultados alcançados para a presente amostra, com as devidas correções de especificação.

4.3.1 Painel Dinâmico: teoria

Arellano e Bond (1991) desenvolveram um estimador para modelos com dados em painel onde as ocorrências passadas da variável dependente afetam seu nível atual, ou seja, em casos onde a relação entre as variáveis é dinâmica. O estimador de Arellano-Bond utiliza o método dos momentos generalizados (GMM) e é baseado em níveis defasados da variável dependente e de variáveis pré-determinadas, além de diferenças das variáveis estritamente exógenas. As suposições do modelo são: existência de relação funcional linear, variável dependente dinâmica, variáveis independentes não estritamente exógenas, efeitos individuais fixos e autocorrelação e heterocedasticidade dentro dos painéis, mas não entre eles (ROODMAN, 2006).

O método tem como equação básica:

$$y_{it} = \sum_{j=1}^{p} \alpha_j y_{i,t-j} + x_{it}\beta_1 + w_{it}\beta_2 + \nu_i + \varepsilon_{it} \qquad (1)$$

sendo: i = 1,...,N e t = 1,...,Ti

[15] A presença de heterocedasticidade dos resíduos foi encontrada pelo Teste LR, detalhado no Apêndice A.

em que:

α_j são p parâmetros a serem estimados;

x_{it} = vetor $1\times k_1$ de variáveis estritamente exógenas;

β_1 = vetor de parâmetros $k_1\times 1$ a ser estimado;

w_{it} = vetor$1\times k_2$ de variáveis pré-determinadas;

β_2 = vetor de parâmetros $k_2\times 1$ a sr estimado;

ν_i = efeitos aleatórios independentes e identicamente distribuídos (i.i.d) entre os painéis com, variância σ_ν^2;

ε_{it} = disturbância i.i.d com variância σ_ε^2.

O modelo de Arellano-Bond assume que não há autocorrelação de segunda ordem nos erros idiossincráticos de primeira diferença; além disso, os vetores x e w podem conter variáveis independentes defasadas e *dummies* de tempo.

Seja $X_{it} = (y_{i,t-1}, y_{i,t-2}, \ldots, y_{i,t-p}, x_{it}, w_{it})$ um vetor de variáveis $1\times K$ para i no tempo t, em que $K = p + k_1 + k_2$. Reescrevendo a equação (1) como um conjunto de N equações para cada indivíduo:

$$y_i = X_i\delta + \nu_i\iota_i + \varepsilon_i \qquad (2)$$

Para simplificar a notação, assume-se que não existem mais do que p defasagens para qualquer variável. Para cada i, y_i, ι_i e ε_i são todos vetores (T_i-p) x 1; y_i são os valores empilhados de y_{it} para cada unidade i, ι_i é um vetor de 1, e ε_i contém os valores empilhados de ε_{it} para cada unidade i. A matriz X_i contêm as p defasagens de y_{it}, os valores de x_{it} e de w_{it}. δ é um vetor de coeficientes $K\times 1$. Fazendo a primeira diferença de y_i, X_i e de ε_i obtêm-se, respectivamente, y_i^*, X_i^* e ε_i^*.

A maior dificuldade para aplicar esses estimadores é definir e implementar a matriz de instrumentos Z_i para cada i. Considere, inicialmente, o modelo simplificado de dados em painel balanceado, sem *missings*:

$$y_{it} = y_{i,t-1}\alpha_1 + y_{i,t-2}\alpha_2 + x_{it}\beta + \nu_i + \varepsilon_{it} \qquad (3)$$

Na equação (3) não há variáveis pré-determinadas. Após fazer a primeira diferença da equação (3) para eliminar os efeitos aleatórios não observáveis ν_i, chega-se à equação em primeiras diferenças, possível de ser estimada por variáveis instrumentais:

$$\Delta y_{it} = \Delta y_{i,t-1}\alpha_1 + \Delta y_{i,t-2}\alpha_2 + \Delta x_{it}\beta + \Delta\varepsilon_{it} \qquad (4)$$

As primeiras três observações são perdidas nas defasagens e diferenças. Como x_{it} contêm apenas variáveis estritamente exógenas, Δx_{it} serve como seu próprio instrumento na estimação da equação de primeira diferença. Assumindo que ε_{it} são não autocorrelacionados, para cada i de t = 4, y_{i1} e y_{i2} são válidos para as variáveis defasadas. Similarmente, em t = 5, y_{i1}, y_{i2} e y_{i3} são instrumentos válidos, e assim por diante, o que permite construir uma matriz de instrumentos Z_i com uma linha para cada período do tempo que está sendo instrumentalizado, com a seguinte forma:

$$Z_i = \begin{pmatrix} y_{i1} & y_{i2} & 0 & 0 & 0 & \cdots & 0 & 0 & 0 & \Delta x_{i4} \\ 0 & 0 & y_{i1} & y_{i2} & y_{i3} & \cdots & 0 & 0 & 0 & \Delta x_{i5} \\ \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & \ddots & \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & \vdots \\ 0 & 0 & 0 & 0 & \cdots & 0 & y_{i1} & \cdots & y_{i,T-2} & \Delta x_{iT} \end{pmatrix}$$

Como p = 2, note que Z_i tem T – p – 1 linhas e $\sum_{m=p}^{T-2} m + k_1$ colunas, onde k_1 é o número de variáveis em x.

Dados não balanceados e falta de algumas observações (*missings*) são controlados apagando-se as linhas para as quais não existem dados e completando com zeros nas colunas

onde há *missings*. Assim, para esses casos, Z_i terá $T_i - p - 1$ linhas e $\sum_{m=p}^{\tau-2} m + k_1$, onde $\tau = \max_i \tau_i$ e τ_i é o número de observações não-*missing* no painel i.

As variáveis endógenas são tratadas similarmente à variável dependente defasada, sendo que os níveis defasados de dois ou mais períodos são considerados como instrumentos válidos. Para variáveis pré-determinadas, os instrumentos são os níveis defasados de um ou mais períodos.

Seja H_i a matriz $(T_i - p - 1) \times (T_i - p - 1)$ de covariância da diferença dos erros idiossincráticos, dada por:

$$H_i = E(\varepsilon_i^* \varepsilon_i^{*'}) = \begin{pmatrix} 2 & -1 & 0 & \cdots & 0 & 0 \\ -1 & 2 & -1 & \cdots & 0 & 0 \\ \vdots & \vdots & \vdots & \ddots & \vdots & \vdots \\ 0 & 0 & 0 & \cdots & 2 & -1 \\ 0 & 0 & 0 & \cdots & -1 & 2 \end{pmatrix}$$

Então, para algum instrumento da matriz Z_i, o estimador O*ne-Step* de δ de Arellano-Bond da equação (2) é dado por:

$$\hat{\delta}_1 = Q_1^{-1} \left(\sum_{i=1}^{N} X_i^{*} Z_i \right) A_1 \left(\sum_{i=1}^{N} Z_i^{'} y_i^{*} \right)$$

em que: $Q_1 = \left(\sum_{i=1}^{N} X_i^{*'} Z_i \right) A_1 \left(\sum_{i=1}^{N} Z_i' X_i^{*} \right)$ e $A_1 = \left(\sum_{i=1}^{N} Z_i' H_i Z_i \right)^{-1}$.

Usando $\hat{\delta}_1$, os resíduos do método *One-Step* para i são:

$$\hat{\varepsilon}_i^{*} = y_i^{*} - X_i^{*} \hat{\delta}_1$$

Assumindo homocedasticidade, o estimador da variância-covariância de $\hat{\delta}_1$ é:

$$\hat{\nabla}_1 = \hat{\sigma}_1^2 Q_1^{-1}$$

em que: $\hat{\sigma}_1^2 = \frac{1}{NT - K} \sum_{i=1}^{N} \left(\hat{\varepsilon}_i^{*'} \hat{\varepsilon}_i \right)^{*}$ e $NT = \sum_{i=1}^{N} T_i - p - 1$.

O estimador robusto – *One-Step Robust* – é dado por:

$$\hat{\nabla}_{1r} = Q_1^{-1}\left(\sum_{i=1}^{N} X_i^{*\prime} Z_i\right) A_1 A_2^{-1} A_1 \left(\sum_{i=1}^{N} Z_i^{\prime} X_i^{*}\right) Q_1^{-1}$$

em que: $A_2 = \left(\sum_{i=1}^{N} Z_i^{\prime} G_i Z_i\right)^{-1}$ e $G_i = \hat{\varepsilon}_i^{*} \hat{\varepsilon}_i^{*\prime}$.

O estimador pelo método *Two-Step* de δ, $\hat{\delta}_2$ é:

$$\hat{\delta}_2 = Q_2^{-1}\left(\sum_{i=1}^{N} X_i^{*\prime} Z_i\right) A_2 \left(\sum_{i=1}^{N} Z_i^{\prime} y_i^{*}\right)$$

em que: $Q_2 = \left(\sum_{i=1}^{N} X_i^{*\prime} Z_i\right) A_2 \left(\sum_{i=1}^{N} Z_i^{\prime} X_i^{*\prime}\right)$.

O estimador da variância-covariância por *Two-Step* é:

$$\hat{\nabla}_2 = Q_2^{-1}$$

Dessa forma, o estimador de GMM *One-Step* é eficiente quando os erros são homocedásticos e não correlacionados entre os períodos de tempo, o que é bastante restritivo; entretanto, os resultados são consistentes e, como visto pelo estimador *One-Step Robust*, é possível ajustar facilmente os erros-padrão para casos onde haja heterocedasticidade e autocorrelação. Já o estimador GMM *Two-Step* possui resultados mais eficientes para situações mais gerais, como em casos de heterocedasticidade; o problema é que em amostras com pequeno número de indivíduos, os erros-padrão estimados tendem a ser subestimados (BLUNDELL, 2005).

Uma vez que os instrumentos devem satisfazer duas condições: (i) não correlacionados com o termo de erro da equação de interesse e (ii) correlacionados com as variáveis explicativas endógenas, o Teste de Sargan avalia a adequação dos instrumentos utilizados. Sua hipótese nula é que os instrumentos são válidos no sentido de não serem

correlacionados com os erros da equação em primeira diferença. O Teste de Sargan não é aplicado para a estimação por *One-Step*, sendo sua estatística para *Two-Step* dada por:

$$S_2 = \left(\sum_{i=1}^{N} \hat{\varepsilon}_i^{*'} Z_i \right) A_2 \left(\sum_{i=1}^{N} Z_i' \hat{\varepsilon}_i^{*} \right)$$

Sob a hipótese nula, a estatística do teste tem distribuição χ_q^2, onde q é igual ao número de instrumentos menos o número de parâmetros do modelo (BLUNDELL, 2005).

Em relação aos testes de autocorrelação, a hipótese nula estipula que os erros são não correlacionados entre os períodos de tempo.

O teste de autocorrelação de ordem m para o modelo O*ne-Step* com estimador robusto é:

$$AR_m = \frac{\sum_{i=1}^{N} \hat{\varepsilon}_{mi}^{*'} \hat{\varepsilon}_i^{*}}{B_{1r}^{1/2}}$$

em que:

$$B_{1r} = \sum_{i=1}^{N} \hat{\varepsilon}_{mi}^{*'} G_i \hat{\varepsilon}_{mi}^{*} - 2 \left(\sum_{i=1}^{N} \hat{\varepsilon}_{mi}^{*'} X_i^{*} \right) Q_1^{-1} \left(\sum_{i=1}^{N} X_i^{*'} Z_i \right) A_2 \left(\sum_{i=1}^{N} Z_i' G_i \hat{\varepsilon}_{mi}^{*} \right) + \left(\sum_{i=1}^{N} \hat{\varepsilon}_{mi}^{*'} X_i^{*} \right) \hat{\nabla}_{1r} \left(X_i^{*'} \hat{\varepsilon}_{mi}^{*} \right).$$

Para o caso *Two-Step*, o teste é dado por:

$$AR_m = \frac{\sum_{i=1}^{N} \left(\hat{\hat{\varepsilon}}_{mi}^{*'} \hat{\hat{\varepsilon}}_i^{*} \right)}{B_2^{1/2}}$$

em que:

$$B_2 = \sum_{i=1}^{N} \hat{\hat{\varepsilon}}_{mi}^{*'} G_{2i} \hat{\hat{\varepsilon}}_{mi}^{*} - 2 \left(\sum_{i=1}^{N} \hat{\hat{\varepsilon}}_{mi}^{*'} X_i^{*} \right) Q_2^{-1} \left(\sum_{i=1}^{N} X_i^{*'} Z_i \right) A_2 \left(\sum_{i=1}^{N} Z_i' G_{2i} \hat{\hat{\varepsilon}}_{mi}^{*} \right) + \left(\sum_{i=1}^{N} \hat{\hat{\varepsilon}}_{mi}^{*'} X_i^{*} \right) \hat{\nabla}_2 \left(\sum_{i=1}^{N} X_i^{*'} \hat{\hat{\varepsilon}}_{mi}^{*} \right)$$

sendo: $\hat{\hat{\varepsilon}}_i = y_i^{*} - X_i^{*} \hat{\delta}_2$; $\hat{\hat{\varepsilon}}_{mi}^{*} = L_m \left(\hat{\hat{\varepsilon}}_i^{*} \right)$ e $G_{2i} = \hat{\hat{\varepsilon}}_i^{*} \hat{\hat{\varepsilon}}_i^{*'}$.

Dadas as considerações sobre os métodos de estimação utilizados, os resultados da aplicação dos testes nos dados da amostra estão na próxima seção.

4.3.2 Resultados

Ao aplicar a especificação da equação (1) nos dados da amostra, pode haver problema de correlação entre as variáveis explicativas e as variáveis endógenas, ou seja, assim como os valores correntes das variáveis endógenas, algumas variáveis explicativas podem não ser exógenas, tendo seus valores já determinados; quando isso ocorre, existem, portanto, variáveis pré-determinadas no modelo (GREENE, 1997).

Na especificação do modelo que testa a influência das variáveis de controle sobre os índices de alavancagem, as variáveis de lucratividade, tamanho, oportunidades de crescimento, singularidade do produto, colateral e benefícios fiscais não de dívida são pré-determinadas, pois seus valores são correlacionados tanto com a variável dependente em t, quanto com a defasagem da mesma. A fim de minimizar esse problema e especificar adequadamente o modelo, conforme sugerido por Greene (1997), foram utilizadas como variáveis pré-determinadas as defasagens dessas variáveis, pois é uma forma de torná-las independentes de todas as disturbâncias estruturais subseqüentes. Dessa forma, as variáveis pré-determinadas podem ser tratadas, ao menos assintoticamente, como se fossem exógenas no sentido de que estimativas consistentes podem ser obtidas quando tais variáveis aparecem como regressores.

A especificação da equação básica do modelo a ser usada nesta dissertação é, dessa forma, dada por:

$$y_{it} = \alpha_1 y_{i,t-1} + x_{it}\beta_1 + \sum_{j=1}^{p} \beta_j w_{i,t-1} + \nu_i + \varepsilon_{it}$$

em que:

y_{it} = indicador de alavancagem (ET/AT, DB/AT, PC/AT, ELP/AT ou DLP/AT);

x_{it} = vetor de variáveis estritamente exógenas, sendo elas: dset_esp, d_regul, gc, dADR, dsetor e d_ano;

w_{it} = vetor de variáveis pré-determinadas, sendo elas: tam, luc, colat, oc, benndiv e sing, todas com 1, 2 e 3 defasagens para minimizar possíveis problemas de correlação com a variável dependente;

ν_i = efeitos aleatórios individuais;

ε_{it} = disturbância

Aplicando a metodologia desenvolvida por Arellano-Bond, o efeito aleatório não observável ν_i é eliminado e estima-se a equação em primeira diferença por variáveis instrumentais, como explicado anteriormente. Além disso, devido à presença de heterocedasticidade, o teste Arellano-Bond foi aplicado por GMM *One-Step Robust* e *Two-Step*, cujos resultados do modelo *One-Step Robust* estão na tabela que se segue:

Tabela 18 – Resultado da estimação *One-Step Robust*

One-Step Robust	ET/AT	DB/AT	PC/AT	ELP/AT	DLP/AT
Var. dep(t-1)	1,197951** (5,56)	0,3677382 (1,93)	0,7622025** (4,79)	0,4987296** (3,22)	0,3762823** (6,08)
tam(t-1)	-0,0459569 (-0,85)	-0,0088772 (-0,32)	-0,0352804 (-1,47)	0,0172395 (0,87)	-0,0034452 (-0,31)
colat(t-1)	0,1590061 (0,94)	0,0277175 (0,35)	-0,1361252 (-0,97)	0,1195419 (0,86)	0,0126401 (0,23)
luc(t-1)	0,025809 (0,32)	0,0248298 (0,50)	-0,0528287 (-0,87)	0,0123097 (0,20)	-0,0048208 (-0,19)
benndiv(t-1)	1,658175 (1,14)	1,29395 (1,16)	-0,1045142 (-0,19)	0,709993 (1,05)	0,115784 (0,40)
sing(t-1)	-0,6396985 (-0,63)	-0,8792024 (-1,94)	-0,1986865 (-0,33)	-1,399171 (-1,72)	0,1928557 (0,74)
oc(t-1)	0,0294567 (0,48)	0,0398664 (0,81)	0,1521242* (2,23)	0,0228982 (0,32)	-0,0175215 (-0,92)
gc	-0,0640219* (-2,35)	-0,0475005* (-2,23)	-0,0981269** (-3,98)	-0,0037516 (-0,18)	0,0176548 (1,55)
d_ano1	-	-	-	-	-
d_ano2	-	-	-	-	-
d_ano3	0,0608636** (3,94)	0,029372* (2,44)	0,0351064* (2,16)	0,0249616 (1,50)	-
d_ano4	-	-	-	-	-0,0058549 (-0,39)
d_ano5	-0,0103994 (-0,38)	-0,0169488 (-1,10)	-0,0148565 (-0,64)	-0,0124341 (-0,83)	-0,0262121 (-1,02)
d_ano6	0,0236559 (0,51)	-0,0332994 (-1,29)	-0,011434 (-0,35)	0,0073989 (0,25)	-0,023603 (-0,66)
d_ano7	-0,0702485 (-1,35)	-0,083031* (-2,31)	-0,095712 (-1,83)	-0,0370624 (-1,03)	-0,0486266 (-1,08)
d_ano8	-0,0517947 (-0,79)	-0,097886* (-2,14)	-0,0864152 (-1,50)	-0,0572905 (-1,31)	-0,0526821 (-0,96)
d_ano9	-0,0040158 (-0,05)	-0,0985965 (-1,85)	-0,0632851 (-0,93)	-0,0398466 (-0,74)	-0,0609335 (-0,94)
d_ano10	-0,0848331 (-0,93)	-0,1519538* (-2,48)	-0,1214628 (-1,46)	-0,0657616 (-0,99)	-0,1032451 (-1,38)
d_ano11	-0,0917523 (-0,79)	-0,2129686* (-2,53)	-0,1708712 (-1,71)	-0,0871379 (-1,09)	-0,105171 (-1,22)
d_ano12	-0,0929126 (-0,69)	-0,2376342* (-2,39)	-0,2098172 (-1,81)	-0,0940317 (-0,98)	-0,1067633 (-1,10)
Const	0,0168078 (1,04)	0,0339377** (2,72)	0,0281249* (2,28)	0,0216882* (2,06)	0,0147877 (1,41)
AR(1)	0,0001	0,0008	0,0000	0,0096	0,0000
AR(2)	0,2881	0,9675	0,9345	0,6493	0,5619

Obs: valores dos coeficientes e valor da estatística z entre parênteses. Nos testes AR constam os valores Pr > z. O teste de Sargan não se aplica ao método *One-Step*. Na estimação do modelo, as variáveis dset_esp, dregul, dADR, dsetor e d_ano foram definidas como exógenas; as varáveis defasadas de tam, colat, luc, benndiv, sing e oc foram definidas como pré-determinadas para serem usadas como instrumentos. As variáveis dset_esp, dregul, dADR e dsetor são apagadas na estimação devido ao método de estimação por primeira diferença. O sinal – indica as variáveis *dummies* de ano apagadas devido à colinearidade. *significante a 5%; **significante a 1%.

Os resultados do modelo *Two-Step* foram:

Tabela 19 – Resultado da estimação *Two-Step*

Two-Step	ET/AT	DB/AT	PC/AT	ELP/AT	DLP/AT
Var. dep(t-1)	1,182025** (131,67)	0,3672023** (47,16)	0,7601958** (98,32)	0,4848318** (51,23)	0,3771955** (49,04)
tam(t-1)	-0,0425794** (-11,61)	-0,0102291** (-4,63)	-0,0393178** (-16,17)	0,0205896** (7,03)	-0,0026964* (-2,04)
colat(t-1)	0,1300826** (6,69)	0,0458495** (3,36)	-0,1486657** (-8,28)	0,1192439** (11,09)	0,0208622* (2,25)
luc(t-1)	0,0202147** (4,31)	0,0269291** (8,49)	-0,0534397** (-8,39)	0,0081162* (1,97)	-0,0004505 (-0,21)
benndiv(t-1)	1,441914** (17,05)	1,211052** (17,21)	-0,0187799 (-0,22)	0,6445952** (9,49)	0,1257197** (3,00)
sing(t-1)	-0,7282722** (-17,50)	-0,8357296** (-22,95)	-0,2985075** (-5,35)	-1,359972** (-24,29)	0,2216672** (8,93)
oc(t-1)	0,0211937** (3,64)	0,039056** (9,28)	0,1471474** (24,93)	0,0163508** (5,02)	-0,0164607** (-9,60)
gc	-0,0605243** (-10,92)	-0,0421433** (-8,30)	-0,0889647** (-14,61)	-0,0088989* (-2,10)	0,0135671 (4,16)
d_ano1	-	-	-	-	-
d_ano2	-	-	-	-	-
d_ano3	0,0630614** (27,94)	0,0324825** (15,50)	0,0340009** (14,92)	0,0272639** (10,47)	-
d_ano4	-	-	-	-	-0,0048776* (-2,14)
d_ano5	-0,0115602** (-3,60)	-0,0199702** (-9,26)	-0,0187412** (-6,60)	-0,0100207** (-3,47)	-0,0246895** (-5,86)
d_ano6	0,0153684** (3,60_	-0,0425174** (-10,80)	-0,0163988** (-3,50)	0,0085638 (1,84)	-0,0188744** (-3,22)
d_ano7	-0,0660402** (-12,19)	-0,0907522** (-14,70)	-0,099146** (-17,03)	-0,0295059** (-4,12)	-0,0428422** (-5,71)
d_ano8	-0,0529665** (-7,77)	-0,1118466** (-14,58)	-0,0961486** (-12,10)	-0,0480397** (-5,60)	-0,0439374** (-4,72)
d_ano9	-0,0098483 (-1,21)	-0,1170531** (-12,63)	-0,0742643** (-7,43)	-0,0314007** (-3,06)	-0,0512042 (-4,81)
d_ano10	-0,0862773** (-9,23)	-0,169386** (-15,80)	-0,1335073** (-11,66)	-0,0562792** (-4,60)	-0,0899811 (-7,28)
d_ano11	-0,0882582** (-8,00)	-0,2332026** (-17,98)	-0,1807629** (-13,00)	-0,0707013** (-4,91)	-0,0915074 (-6,55)
d_ano12	-0,087656** (-7,53)	-0,2609822** (-17,27)	-0,2219153** (-13,74)	-0,0740624** (-4,45)	-0,0917837 (-5,90)
Const	0,0162959** (9,31)	0,0368416** (20,32)	0,0299641** (17,23)	0,0189396** (10,29)	0,013133 (8,25)
Teste de Sargan	0,6216	0,3830	0,3191	0,5212	0,2639
Teste AR(1)	0,0060	0,1092	0,0000	0,0069	0,0000
Teste AR(2)	0,2825	0,9646	0,9261	0,5805	0,5783

Obs: valores dos coeficientes e valor da estatística z entre parênteses. No Teste de Sargan consta o valor Pr > chi2. Nos testes AR constam os valores Pr > z. Na estimação do modelo, as variáveis dset_esp, dregul, dADR, dsetor e d_ano foram definidas como exógenas; as varáveis defasadas de tam, colat, luc, benndiv, sing e oc foram definidas como pré-determinadas para serem usadas como instrumentos. As variáveis dset_esp, dregul, dADR e dsetor são apagadas na estimação devido ao método de estimação por primeira diferença. O sinal – indica as variáveis *dummies* de ano apagadas devido à colinearidade. *significante a 5%; **significante a 1%.

Como é possível notar, os resultados dos sinais dos coeficientes foram idênticos em ambos os testes e a magnitude dos mesmos também foi bastante parecida, entretanto, a significância das variáveis mostrou-se bastante divergente. Os coeficientes das variáveis explicativas defasadas em um período tam, colat, luc, benndiv, sing e oc, excetuando-se a significância da última variável para o índice de PC/AT, não foram significantes para explicar os indicadores de endividamento no modelo *One-Step Robust*, o que não ocorreu para o modelo *Two-Step*. Já para as variáveis de endividamento passado e governança corporativa, a significância e sinal dos coeficientes em ambos os modelos, com exceção da variável defasada de DB/AT e de gc no modelo com variável dependente DLP/AT, indica que os resultados foram robustos.

Além disso, as estatísticas do Teste de Sargan para todas as especificações levam à não-rejeição da hipótese nula, isto é, os instrumentos utilizados foram válidos. Dessa forma, pode-se concluir que os resultados obtidos foram robustos e o modelo está bem especificado.

A alta significância das variáveis dependentes defasadas mostra que a dívida passada é um fator importante para explicar o montante do endividamento atual, tanto a curto como a longo prazo. O índice de alavancagem total, ET/AT, mostra bem tal relação dinâmica, inclusive pela grande magnitude de seus coeficientes, que indica que o endividamento do período anterior é totalmente renovado no período atual. Este fato está de acordo com a tendência relativamente estática dos balanços patrimoniais, ou seja, a relação entre ativo e passivo tende a ser manter constante ao longo do tempo, o que é feito através da renovação das dívidas. Os coeficientes dos índices PC/AT e ELP/AT apontam para o fato de que o endividamento de longo prazo passado influencia mais o montante atual de dívidas com prazos superiores ao fechamento dos balanços do que o endividamento de curto prazo, o que não surpreende, pois as dívidas de curto prazo, em geral, são utilizadas para honrar compromissos mais urgentes e nem sempre são renovadas, já o endividamento de longo prazo

é procurado pelas empresas com o objetivo de financiar projetos de investimento que darão retorno a longo prazo, e por isso, são mais freqüentemente renegociados.

As dívidas passadas feitas junto ao sistema financeiro, DB/AT e DLP/AT, corroboram a relação da dinâmica de influência dos indicadores defasados no endividamento atual, dado que em ambos os casos a relação encontrada é positiva, mas o valor do coeficiente foi maior para a DLP/AT do que para a DB/AT, reforçando a idéia de maior renovação das dívidas de longo prazo.

O tamanho passado tem uma relação negativa com o endividamento total atual, mas a relação com os indicadores de endividamento de curto e longo prazo é diferente, sendo negativa com o primeiro e positiva com o segundo, o que confirma os sinais invertidos esperados. Isto é, empresas menores possuem mais dívidas de curto prazo em sua estrutura de capital, enquanto que empresas maiores possuem maior acesso ao endividamento de longo prazo. Com os indicadores de dívidas onerosas, entretanto, a relação mostrou-se um pouco divergente daquela obtida com o endividamento total, pois o coeficiente resultante obteve sinal negativo em relação à divida onerosa total, mas foi negativo também para a variável de endividamento oneroso de longo prazo, indicando que empresas menores captam mais recursos por financiamentos e/ou emissão de debêntures do que as maiores, fato que pode ser explicado pela captação de recursos de longo prazo pelas grandes empresas no mercado de capitais, o qual é ainda pouco utilizado por empresas pequenas.

Para a disponibilidade de colateral o sinal positivo esperado foi confirmado para todos os indicadores de alavancagem, excetuando-se o índice de PC/AT. Isto mostra que a disponibilidade de garantias é importante para ter acesso a recursos de terceiros, principalmente junto a instituições financeiras, como mostrado pelo sinal positivo desta variável em relação aos indicadores de DB/AT e DLP/AT. Porém, o sinal negativo da relação entre colateral e endividamento de curto prazo aponta que empresas com menor

disponibilidade de garantias possuem mais dívidas de curto prazo em sua estrutura de capital, o que pode ser decorrente do fato de que algumas linhas de crédito de curto prazo destinadas à pessoa jurídica não necessitarem de garantias para serem concedidas, criando uma dependência de empresas com muitos ativos intangíveis aos recursos de curto prazo.

O sinal negativo esperado para a relação entre a lucratividade e os índices de endividamento não se confirmou para os indicadores que mostram o montante das dívidas, ET/AT e DB/AT, nem para o indicador de dívidas totais de longo prazo. Os coeficientes foram negativos somente em relação aos indicadores PC/AT e DLP/AT. Assim, empresas mais lucrativas utilizam menos dívidas de curto prazo para financiar seus projetos de curto prazo e captam menos recursos de longo prazo junto a instituições financeiras, mas, por outro lado, possuem mais dividas de longo prazo totais em sua estrutura de capital, a qual pode ser responsável pelo maior endividamento total observado comparativamente às empresas que geram menos lucros.

Os benefícios fiscais não provenientes do endividamento parecem não reduzir o montante de dívidas na estrutura de capital das empresas, destacando-se o alto valor dos coeficientes obtidos. O sinal negativo esperado confirmou-se somente para o indicador de alavancagem de curto prazo, mostrando que obter incentivos fiscais por outras fontes do ativo reduz apenas a participação das dívidas de curto prazo na estrutura de capital, mas aumenta as demais.

A variável que indica a singularidade do produto confirmou os resultados esperados para os indicadores de alavancagem de endividamento total, tanto de curto quanto de longo prazo, e oneroso total, mas a relação mostrou-se positiva para o endividamento oneroso de longo prazo. Assim sendo, pode-se notar que, de fato, empresas que comercializam produtos singulares possuem menos dívidas em sua estrutura de capital, tais empresas possuem mais financiamentos e debêntures de longo prazo, sendo que o último tipo de endividamento é o

que impõe maiores riscos. Dessa forma, não há evidências de que a variável de singularidade realmente mostre que empresas que comercializam produtos singulares sejam mais conservadoras na busca por dívidas, conforme estipulado pela teoria.

As oportunidades de crescimento passadas tiveram coeficientes positivos para todos os índices de alavancagem, com exceção do índice de DLP/AT. Dessa maneira, pode-se afirmar que empresas com bons projetos de investimento passado buscam fontes externas de financiamento, aumentando a participação do endividamento em sua estrutura de capital, porém, possuem menor endividamento oneroso de longo prazo, talvez pela maior disciplina que este tipo de dívidas impõe aos gestores para cumprimento dos contratos, seja pela questão do engessamento das decisões para investir em novos projetos, seja pelos custos e perda de benefícios envolvidos quando são obtidos recursos de fontes externas.

Finalmente, a variável de governança corporativa foi significativa para todos os índices de alavancagem, com exceção do índice ELP/AT. Porém, a hipótese do trabalho foi confirmada apenas parcialmente, visto que foi encontrada uma relação negativa da variável de governança corporativa com as variáveis de endividamento total, endividamento oneroso total e endividamentos de curto e longo prazo, sendo positiva somente relação à dívida onerosa de longo prazo. Dessa forma, mesmo a governança corporativa não tendo aumentado a participação das dívidas na estrutura de capital, como esperado, as empresas pertencentes aos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA são privilegiadas no acesso ao crédito de longo prazo junto a instituições financeiras, confirmando o alongamento das dívidas previsto na hipótese.

Os resultados também estão de acordo com as estatísticas descritivas, que indicaram que a média do endividamento total das empresas com boa governança é menor do que as demais, havendo participação maior das dívidas onerosas de longo prazo. As divergências ocorreram em relação à dívida onerosa total e de longo prazo total, já que nas estatísticas

descritivas havia uma pequena vantagem das empresas pertencentes ao Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado frente às demais, mas que podem não ter sido captadas pelos testes econométricos devido a sua baixa magnitude.

As diferenças na estrutura de capital das empresas com melhores práticas de governança indicam que, embora menos endividadas, estas empresas são beneficiadas no acesso ao crédito por financiamentos e emissão de debêntures de longo prazo quando buscam recursos de terceiros comparativamente àquelas que não empregam regras de governança mais rígidas. Isto é, as empresas com boas práticas de governança corporativa financiam seus projetos de curto prazo com recursos próprios, seja pelos lucros, seja pela maior captação no mercado acionário, conforme pode ser observado pela maior lucratividade média e maiores oportunidades de crescimento encontrados nas estatísticas descritivas, sendo que a última variável foi bastante superior à média das empresas listadas no mercado tradicional, indicando que o patrimônio líquido das empresas dos níveis diferenciados de governança é mais valorizado no mercado comparativamente às demais empresas.

Portanto, o beneficiamento das empresas listadas no Nível 1, Nível 2 e no Novo Mercado é maior do que o previsto na hipótese deste trabalho, pois a captação de recursos é maior tanto junto às instituições financeiras, quanto no mercado de capitais. Há, assim, uma substituição das dívidas totais pelo endividamento oneroso de longo prazo, cuja qualidade contábil e financeira é superior. Dessa forma, as regras rígidas de governança corporativa a que tais empresas se submetem sinalizam ao mercado que realmente são mais responsáveis no uso dos recursos, uma vez que o monitoramento torna-se mais fácil pela melhora na transparência, prestação de contas e valorização dos minoritários nas decisões.

Pode-se concluir, portanto, que as empresas que aderiram aos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA são privilegiadas na captação de recursos junto às instituições financeiras. Isto aponta caminhos alternativos na tentativa de aumentar a

concessão de crédito às companhias nacionais, como mecanismos de auto-regulação que valorizem a transparência e credibilidade das informações fornecidas ao mercado, aumentando a segurança dos credores de que terão os retornos esperados de seus investimentos, como fazem os níveis de governança da BOVESPA. Todavia, os problemas institucionais e econômicos ainda persistem e devem ser resolvidos para que o mercado de crédito possua melhores condições de acesso a todos os tomadores.

A significância das *dummies* de ano pode indicar efeitos que afetaram os indicadores de alavancagem não captados pelas variáveis explicativas do modelo, como mudanças na política de concessão de crédito do governo, reestruturações e privatizações bancárias, alterações nas taxas de juros, entre outros fatores que afetaram o cenário econômico nacional e, conseqüentemente, o acesso ao crédito.

Os testes também foram feitos substituindo a variável gc por n2nm, mas os resultados não foram significativos devido às poucas observações da amostra em que n2nm = 1, portanto, não foram reportados. Porém, as empresas que participam do Nível 2 e Novo Mercado componentes da variável gc podem estar alavancando os resultados obtidos por todo o grupo, já que é nestes dois níveis onde se encontram as regras de governança corporativa mais rígidas da BOVESPA, as quais são muito mais valorizadas pelos investidores do que as obrigações contidas no Nível 1, ficando os testes para a variável n2nm para períodos posteriores, onde haja um maior volume de informações sobre as empresas que os compõem.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Além dos fatores macroeconômicos do Brasil, a dificuldade enfrentada pelas empresas nacionais para conseguirem financiamentos externos deriva de fatores como a falta de adequação do ambiente institucional, principalmente do sistema judiciário que falha em proteger os credores; estrutura de divulgação de informações ao mercado pobre e sem credibilidade; falta de colateral para firmamento de garantias; direitos de propriedade mal estabelecidos, entre outros.

As reformas institucionais fazem-se necessárias, assim como a revisão dos conceitos de governança corporativa adotados pelo ambiente empresarial brasileiro, onde há grande concentração de ações nas mãos de poucos acionistas, sobreposição das estruturas de propriedade e gestão, os conselhos de administração são geralmente formados pelos acionistas majoritários ou seus representantes, demonstrações contábeis não são fiscalizadas por auditores independentes, entre outros. A falta de confiança dos credores é, dessa forma, agravada pelas próprias empresas e o crédito torna-se ainda mais restrito.

A BOVESPA criou segmentos diferenciados de governança corporativa para empresas que se comprometem com regras de transparência e gestão além do exigido por lei, denominados Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Ao aderir a um dos níveis de governança corporativa da BOVESPA, as empresas recebem uma certificação que mostra ao mercado que são empresas mais seguras para a aplicação dos recursos. Dessa forma, o objetivo do presente trabalho foi avaliar se as empresas que adotaram as melhores regras de governança corporativa contidas no Nível 1, Nível 2 e no Novo Mercado aumentaram seus níveis de alavancagem, ou seja, conseguiram maior acesso aos recursos de terceiros, tanto de curto, como de longo prazo.

A hipótese do trabalho era que por melhorarem a qualidade das informações divulgadas, aumentarem a transparência e valorizarem os acionistas minoritários, sinalizando essas características aos investidores mediante a certificação recebida pela BOVESPA, essas empresas reduzem os problemas advindos da assimetria de informações, dando mais segurança aos investidores. Conseqüentemente, as empresas que fazem parte dos melhores níveis de governança corporativa da BOVESPA aumentariam a participação do capital de terceiros em sua estrutura de capital, tanto o endividamento total, quanto, e especialmente, as dívidas com vencimentos mais longos.

Para testar a hipótese, foram realizados testes com dados em painel dinâmico usando o estimador de Areallano-Bond. Os resultados mostraram que as empresas dos níveis diferenciados de governança corporativa possuem maior acesso ao crédito oneroso de longo prazo, embora tenham menor alavancagem total e de curto prazo, incluindo o índice de endividamento oneroso total. A conclusão do trabalho é que as empresas pertencentes aos melhores níveis de governança da BOVESPA são privilegiadas frente às demais quando considerado o crédito oneroso de longo prazo, o qual, em geral, apresenta o menor acesso no mercado financeiro. Ademais, as empresas com regras mais rígidas de governança corporativa utilizam recursos próprios para seus financiamentos de curto prazo, tanto por lucros, quanto pela valorização do patrimônio líquido a valor de mercado, conforme identificado pelos indicadores de lucratividade e oportunidades de crescimento nas estatísticas descritivas, que apontaram para uma grande vantagem das empresas pertencentes à listagem especial de governança da BOVESPA comparativamente àquelas que continuam na listagem tradicional.

Há, portanto, uma substituição de dívidas de baixa qualidade por dívidas de alta qualidade na estrutura de capital das empresas contidas no Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, visto que o endividamento de curto prazo é menor, enquanto o endividamento de longo prazo obtido por financiamentos e emissão de debêntures é maior. A forma de auto-regulação criada

pela BOVESPA pode ser vista como uma forma alternativa de minimizar os problemas institucionais brasileiros, entretanto, o montante de crédito concedido ao setor produtivo continuará baixo até que tais entraves, incluindo os aspectos macroeconômicos, sejam resolvidos.

REFERÊNCIAS

AGUIAR, A.; CORRAR, L.J.; BATISTELLA, F. Adoção de práticas de governança corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas. *Revista de Administração*, São Paulo, 39 (4): 338-47, 2004.

ARELLANO, M.; BOND, S. Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and na Application to Employment Equations.*The Review of Economic Studies*, Londres, 58 (2): 277-97, 1991

ARELLANO, M.; BOVER, O. Anothe Look at the Instrumental Variable Estimation of Error-Components Models. *Journal os Econometrics*, 68: 29-51, 1995.

BANCO MUNDIAL. *World Business Environment Survey (WBES)*. 2000. Disponível em: <www.worldbank.org>. Acesso em: 10 abr. 2006.

BARCELOS, L. C.; CARVALHO, A. Determinantes do acesso ao crédito empresarial no Brasil. Texto para discussão nº815. IPEA, Rio de Janeiro, 2002. Disponível em: <www.ipea.gov.br>. Acesso em: 15 ago. 2003.

BARNABÉ, A.; BONE, R. Impacto da Governança Corporativa nas Ações de Empresas Brasileiras. *Resenha BM&F*, São Paulo, 165: 58-75, 2005.

BDI. *Boletim Diário de Informações da BOVESPA*, nº 235/2006 - 12/12/2006. Disponível em: <www.bovespa.com.br>. Acesso em: 12 dez. 2006.

BECK, T.; DEMIRGÜÇ-KUNT, A.; LEVINE, R. Law and Finance: Why does Legal Origin Matter. National Bureu of Economic Research Working Papers, nº w9379, Dec. 2002. Disponível em: <http://www.nber.org>. Acesso em: 10 jul. 2003.

BECK, T.; DEMIRGÜÇ-KUNT, A.; LEVINE, R. Law and Firms' Access to Finance. National Bureu of Economic Research Working Papers, nº w10687, Aug. 2004. Disponível em: <http://www.nber.org>. Acesso em: 10 jul. 2003.

BERGER, A.; UDELL, G. The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle. *Journal of Banking and Finance*, Roma, 98: 613-73, 1998.

BERGLÖF, E.; CLAESSENS, S. *Corporate Governance and Enforcement*. World Bank Policy Research Working Papers, nº 3409, Sep. 2004. Disponível em: <www.worldbank.org>. Acesso em: 3 out. 2004.

BLUNDELL, R. *Dynamic Panel Data Methods Lecture II*. UCL and IFS Microeconometric Lectures, 2005.

BOYD, J.; PRESCOTT, E. *Financial Intermediary-Coalitions*. Federal Reserve Bank of Minneapolis Research Department Staff, Minneapolis, 87, Jul. 1985.

CANDIOTA, L. A.. *Crédito e Desenvolvimento Financeiro*. I Congresso Internacional de Derivativos e Mercado Financeiro, ago. 2003. Disponível em: <www.bcb.gov.br>. Acesso em: 16 set. 2004.

CARVALHO, A.. *Efeitos da Migração para os Níveis de Governança da BOVESPA*. Texto preparado para a BOVESPA, 2003. Disponível em: <http//:www.bovespa.com.br>. Acesso em: 20 out. 2003.

CASAGRANDE, H.; SOUSA, L.; ROSSI, M.C. Guia do Mercado de Capitais. São Paulo: Lazuli, 2ª ed., 2006.

CHEN, J.J.; XUE, Y. *Debt and Equity Decision of Chinese Listed Firms - new empirical evidence*. In: 2004 Financial Management Association European Conference, 2004.

DIAMOND, D. Financial Intermediation and Delegated Monitoring. *The Review of Economic Studies*, Londres, 51 (3): 393-414, Jul. 1984.

EID JUNIOR, W. Custo e Estrutura de Capital: o comportamento das empresas brasileiras. *Revista de Administração de Empresas*, São Paulo, 36 (4): 51-9, out/nov/dez 1996.

FAMA, E.; FRENCH, K. *Testing Tradeoff and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt*. The Center for Research in Security Prices, working paper nº 506, Dec. 2000. Disponivel em: <http://papers.ssrn.com>. Acesso em: 15 set. 2006.

FRANK, M.; GOYAL, V. *Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure*. EFA 0157: AFA 2001, Dec. 2000. Disponível em: <http://papers.ssrn.com>. Acesso em: 15 set. 2006.

GERTLER, M. Financial Structure and Aggregate Economic Activity: an Overview. *Journal of Money, Credit and Banking*, Columbus, 2 (3): 559-88, Aug. 1988.

GOMES, G.L.; LEAL, R.C. Determinantes da Estrutura de Capitais das Empresas Braileiras com Ações Negociadas em Bolsas de Valores. In: LEAL, R.C.; COSTA JR, N.C.; LEMGRUBER, E.F. (orgs.). *Finanças Corporativas*. São Paulo: Atlas, 2000: 42-57.

GORGA, E. A Cultura Brasileira como Fator Determinante na Governança Corporativa e no Desenvolvimento do Mercado de Capitais. *RAusp – Revista de Administração da USP*, São Paulo, 39 (4): 309-25, abr/jun 2004

GREENE, W.H. *Econometric Analysis*. New Jersey: Prentice-Hall, Inc., 1997.

GREENWOOD, J.; JOVANOVIC, B. Financial Development, Growth, and the Distribution of Income. National Bureau of Economic Research Working Papers, nº w3189, Dec. 1989. Disponível em: <http://www.nber.org>. Acesso em: 10 jul. 2003.

GROSSMAN, S. J.; HART, O. *Corporate Financial Structure and Managerial Incentives*. In: McCALL, J. (org). *The Economics of Information and Uncertainty*. Chicago: Chicago Press, 1982: 107-40.

GUESNIERE, R. *Hidden Actions, Moral Hazard and Contract Theory*. in: EATWELL, J.; MILGATE, M.; NEWMAN, P. K. (orgs.). *The New Palgrave Dictionary of Economics and Law*. New York: Palgrave Macmillan, 1998: 120-131.

HARRIS, M.; RAVIV, A. The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*, Berkeley, 46 (1): 297-355, 1991.

HARVEY, C. R..; LINS, K.; ROPER, A. H. *The Effect of Capital Strucure When Expected Agency Costs Are Extreme*. National Bureau of Economic Research Working Papers, nº w8452, Sep. 2001. Disponível em: <http://www.nber.org>. Acesso em: 20 ago. 2006.

INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES. *Global Investor Study 2006*, 2006. Disponível em:<www.issproxy.com/globalinvestorstudy>. Acesso em 17 dez. 2006.

INTER AMERICAN DEVELOPMENT BANK. *Unlocking Credit*. 2005. Disponível em: <www.iadb.org>. Acesso em: 15 jul. 2005.

JACOB, C.A. *Crédito Bancário no Brasil: uma Interpretação Heterodoxa.* 2003. 160f. Tese (Doutorado em Economia). Instituto de Economia. Universidade de Campinas, Campinas. Disponível em:<www.unicamp.br>. Acesso em 16 dez. 2006.

JAPELLI, T.; PAGANO, M. Saving Growth, and Liquidity Constraints. *The Quarterly Journal Economics*, Cambridge, 109 (1): 83-109, Feb. 1994.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *The Journal of Financial Economics*, Rochester, 3 (4): 305-360, 1976.

JORGE, S.; ARMADA, M.J.R. Factores Determinantes do Endividamento: uma Análise em Painel. *Revista de Administração Contemporânea*, Curitiba, 5 (2): 09-31, maio/ago 2001.

KORN/FERRY INTERNATIONAL; McKINSEY & COMPANY. *Panorama de Governança Corporativa no Brasil*, 2001. Disponível em: <www.mckinsey.com>. Acesso em: 10 dez. 2003.

KOTOWITZ, Y. *Moral Hazard*. in: EATWELL, J.; MILGATE, M.; NEWMAN, P. K. (orgs.). *The New Palgrave Dictionary of Economics and Law*. New York: Palgrave Macmillan, 1998: 207-213.

LA PORTA, R. et alii. Investor Protection and Corporate Governance. *The Journal of Financial Economics*, Rochester, 58: 3-27, 2000.

LA PORTA, R. et alii. Law and Finance. National Bureau of Economic Research Working Papers, nº w5661, Jul. 1996. Disponível em: <http://www.nber.org>. Acesso em: 10 jul. 2003.

LA PORTA, R. et alii. Legal Determinants of External Finance. National Bureau of Economic Research Working Papers, nº w5879, Jan. 1997. Disponível em: <http://www.nber.org>. Acesso em: 10 jul. 2003.

LANG, L.; OFEK, E.; STULZ, R. *Leverage, Investment, and Firm Growth*. National Bureau of Economic Research Working Papers, nº w5165, Jul. 1995. Disponível em: <http://www.nber.org. Acesso em: 20 ago. 2006.

LEVINE, R. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, Pittsburgh, 35: 688-726, Jun. 1997.

LEVINE, R.; LOYAZA, N.; BECK, T. Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes. *Journal of Monetary Economics*, Rochester, 46: 31-77, 2000.

LOPES-DE-SILANES, F. *A Survey of Securities Laws and Enforcement*. Yale: Yale University. Oct. 2003.

McCONNEL, J.; SERVAES, H. Equity ownership and the two faces os debt. *The Journal of Financial Economics*, Rochester, 39: 131-157, 1995.

MEDEIROS, O. R.; TIBERIO, C.S.B. *Fatores que Influenciam as Empresas Brasileiras na Decisão de Listar suas Ações em Bolsas de Valores Estrangeiras*. In: XXIX EnAnpad, 2005, Brasília, 2005.

MILGROM, P.; ROBERTS, J. *Economics, Organization and Management*. 1ª ed. Nova Jersey: Prentice Hall, 1992.

MODLIGLIANI, F.; MILLER, M.H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, Nashville, 48 (3): 261-297, 1958.

MYERS, S. The Capital Struture Puzzle. *The Journal of Finance*, Berkley, 39: 575-592, 1984.

NOBREGA, M.. *et alii. O Mercado de Capitais: sua Importância para o Desenvolvimento e os Entraves com que se Defronta no Brasil*. Publicações Bovespa, 2000. Disponível em: <www.bovespa.com.br>. Acesso em: 15 out. 2004.

OKIMURA, R. T. *Estrutura de Propriedade, Governança Corporativa, Valor e Desempenho das Empresas no Brasil.* 2003. 132f. Dissertação (Mestrado em Administração). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo, São Paulo. Disponível em: <www.ibgc.org.br>. Acesso em: 12 fev. 2004.

OLIVEIRA, R.F.; SILVA, F.; VILALLOBOS, S. *Determinantes da Listagem de ADRs para Companhias Abertas Brasileiras.* In: XXIX EnAnpad, 2005, Brasília, 2005.

PEREIRA, S. B. *Análise da Relação entre Valor e Alavancagem no Mercado Brasileiro*. In: XXIV EnAnpad, 2000, Florianópolis, 2000.

PEROBELLI, F. et alii. *Investigação dos Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e da Governança Corporativa: um Enfoque Abordando a Questão da Endogeneidade*. In: XXIX EnAnpad, Brasília, 2005.

PEROBELLI, F. F. C. ; FAMÁ, R. . Determinantes da Estrutura de Capital: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. *Revista de Administração* (USP), São Paulo, 37 (3), jul/set 2002.

PEROBELLI, F., FAMÁ, R. Determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. *RAusp – Revista de Administração da USP*, São Paulo, 37 (3): 33-46, jul/set 2002.

PINHEIRO, A. C. *Direito e economia num mundo globalizado: cooperação ou confronto?*. Texto para discussão nº963. IPEA, Rio de Janeiro: 2003a. Disponível em: <www.ipea.gov.br>. Acesso em: 15 ago. 2003.

PINHEIRO, A. C. *Judiciário, reforma e economia: a visão dos magistrados*. Texto para discussão nº966. IPEA, Rio de Janeiro: 2003b. Disponível em: <www.ipea.gov.br>. Acesso em: 15 ago. 2003.

PINHEIRO, A. C.; CABRAL, C. *Mercado de crédito no Brasil: o papel do judiciário e de outras instituições*. Ensaios BNDES 9, Rio de Janeiro: 1998. Disponível em: <www.bndes.gov.br>. Acesso em: 8 set. 2003.

POSHAKWALE, S; COURTIS, J. Disclosure Level and Cost of Equity Capital: Evidence from Banking Industry. *Managerial and Decision Economics*, Hoboken, 26: 431-44, 2005.

ROGERS, P.; RIBEIRO, K.C.S.; SOUSA, A.F. (2005). *Determinantes Macroeconômicos da Governança Corporativa no Brasil*. In: XXIX EnAnpad, 2005, Brasília, 2005.

ROODMAN, D. *How to Do xtabond2: An Introduction to "Difference" and "System" GMM in Stata*. Center for Global Development Working Paper, nº103, Dec. 2006. Disponível em: <www.gcdev.org>. Acesso em 05 jan. 2007.

SILVA, A. L. C. *A Influência da Estrutura de Controle e Propriedade no Valor de Mercado, Estrutura de Capital e Política de Dividendos das Empresas Brasileiras de Capital Aberto*. 2002. 120f. Trabalho de Monografia (Curso de Administração de Empresas). Faculdade de Administração e Ciências Contábeis. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro. Disponível em: <www.ibgc.org.br>. Acesso em: 20 mar. 2004.

SILVA, A.F.; VALLE, M.R. *Análise da Estrutura de Endividamento: um Estudo Comparativo entre Empresas Braileiras e Americanas*. In: XXIX EnAnpad, Brasília, 2005.

SILVEIRA, A. *Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil*. 2002. 165f. Dissertação (Mestrado em Administração). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo, São Paulo. Disponível em: <www.ibgc.org.br>. Acesso em: 12 fev. 2004.

SOARES, K. T. C.; PROCIANOY, J. L. *O Perfil do Endividamento das Empresas Negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo após o Plano Real*. In: XXIV EnANPAD, Florianópolis, 2000.

SOUSA, L. *O Mercado de Capitais Brasileiro no Período 1987-97*. 1998. 196f. Tese (Doutorado em Economia). Instituto de Economia. Universidade de Campinas, Campinas. Disponível em:<www.unicamp.br>. Acesso em 16 dez. 2006.

STIGLITZ, J. *Government, Financial Markets, and Economic Development*. National Bureau of Economic Research Working Papers, nº w3669, Apr. 1991. Disponível em: <http://www.nber.org>. Acesso em: 20 set. 2002.

STIGLITZ, J.; WEISS, A. Credit Rationing in Markests with Imperfect Information. *The American Economic Review*, Nashville, 71 (3): 333-421, 1981.

TITMAN, S. The Effect of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decision. *The Journal of Financial Economics*, Rochester, 13: 137-151, 1984.

TITMAN, S.; WESSELS, R. The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, Berkley, 43 (1): 1-19, 1988.

VIEIRA, S.P. MENDES, A.G. Governança Corporativa: uma Análise de sua Evolução e Impactos no Mercado de Capitais Brasileiro. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, 11 (22): 103-22, 2004.

WILSON, C. *Adverse Selection*. in: EATWELL, J.; MILGATE, M.; NEWMAN, P. K. (orgs.). *The New Palgrave Dictionary of Economics and Law*. New York: Palgrave Macmillan, 1998: 31-34.

WOOLDRIDGE, J. M. *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*. Cambridge: MIT Press, 2002.

APÊNDICE A

O teste aplicado em dados em painel é o Teste de Razão de Verossimilhança (*Likelihood-Ratio Test* ou Teste LR), feito após a estimação. A hipótese nula do teste é que o vetor de parâmetros do modelo estatístico satisfaz a restrição de homocedasticidade. Para conduzir o teste tanto o modelo restrito quanto o não restrito devem ser ajustados usando o método de máxima verossimilhança.

Sob condições de fraca regularidade, a estatística do Teste LR tem aproximadamente distribuição chi-quadrado com número de graus de liberdade igual à diferença do número de parâmetros dos modelos não-restrito e restrito, se o verdadeiro vetor de parâmetros de fato satisfizer o modelo restrito e se o mesmo não estiver na fronteira do espaço de parâmetros. O Teste LR sempre produz p-valores assumindo que as condições padrão de regularidade são satisfeitas[16] (WOOLDRIDGE, 2002).

Os resultados do Teste LR para todos os indicadores de alavancagem, mostrados na próxima tabela, indicaram que a hipótese nula de homocedasticidade deve ser rejeitada, a um nível de significância de 1%.

Tabela A.1 – Resultados dos testes de heterocedasticidade

	ET/AT	DB/AT	PC/AT	ELP/AT	DLP/AT
Prob > chi2	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

[16] O Teste LR é uma importante alternativa para o Teste de Wald para modelos ajustados por máxima verossimilhança, pois a distribuição nula da estatística do Teste LR é mais próxima à distribuição chi-quadrado do que a estatística do Teste de Wald.