



JOSÉ WILLER DO PRADO

**DETERMINANTES E IMPLICAÇÕES DA ESTRUTURA DE
CAPITAL, DA ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E DA
GOVERNANÇA CORPORATIVA: UM MODELO
MULTITEÓRICO DE ANÁLISE**

**LAVRAS - MG
2019**

JOSÉ WILLER DO PRADO

**DETERMINANTES E IMPLICAÇÕES DA ESTRUTURA DE CAPITAL, DA
ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E DA GOVERNANÇA CORPORATIVA: UM
MODELO MULTITEÓRICO DE ANÁLISE**

Tese apresentada à Universidade Federal de Lavras, como parte das exigências do Programa de Pós-Graduação em Administração, área de concentração em Gestão de Negócios, Economia e Mercados, para a obtenção do título de Doutor.

Prof. Dr. Francisval de Melo Carvalho
Orientador

Prof. Dr. Gideon Carvalho de Benedicto
Coorientador

**LAVRAS - MG
2019**

**Ficha catalográfica elaborada pelo Sistema de Geração de Ficha Catalográfica da Biblioteca
Universitária da UFLA, com dados informados pelo(a) próprio(a) autor(a).**

Prado, José Willer do.

Determinantes e implicações da estrutura de capital, da estrutura de propriedade e da governança corporativa: um modelo multiteórico de análise / José Willer do Prado. - 2019.

194 p. : il.

Orientador: Francisval de Melo Carvalho.

Coorientador: Gideon Carvalho de Benedicto.

Tese (doutorado) - Universidade Federal de Lavras, 2019.

Bibliografia.

1. Estrutura de Capital. 2. Estrutura de Propriedade. 3. Governança Corporativa. I. Carvalho, Francisval de Melo. II. Benedicto, Gideon Carvalho de. III. Título.

JOSÉ WILLER DO PRADO

**DETERMINANTES E IMPLICAÇÕES DA ESTRUTURA DE CAPITAL, DA
ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E DA GOVERNANÇA CORPORATIVA: UM
MODELO MULTITEÓRICO DE ANÁLISE**

**THE DETERMINANTS AND IMPLICATIONS OF CAPITAL STRUCTURE,
PROPERTY STRUCTURE AND CORPORATE GOVERNANCE: A
MULTITHEORETICAL ANALYSIS MODEL**

Tese apresentada à Universidade Federal de Lavras, como parte das exigências do Programa de Pós-Graduação em Administração, área de concentração em Gestão de Negócios, Economia e Mercados, para a obtenção do título de Doutor.

APROVADO em 08 de julho de 2019.

Dr. André Luís Bertassi	UFSJ
Dr. André Luis Ribeiro Lima	UFLA
Dr. Fabrício Molicca de Mendonça	UFSJ
Dr. Lélis Pedro de Andrade	IFMG

Dr. Francisval de Melo Carvalho
Orientador

Dr. Gideon Carvalho de Benedicto
Coorientador

**LAVRAS - MG
2019**

À Mírian Rosa. La Perfection de la Nature.

DEDICO

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, à Deus por propiciar as condições necessárias para essa conquista. À toda minha família pelo apoio incondicional e, especialmente, à minha esposa Mírian Rosa, à minha irmã Michella Christian do Prado e à minha vovó Ceci Lopes por me ajudarem de forma efetiva, durante todo este período em que estive imerso no doutorado.

Ao meu Orientador Francisval de Melo Carvalho e ao meu coorientador Gideon Carvalho de Benedicto por terem acreditado em nossa proposta de trabalho e me conduzirem até o término desta tese. Sou muito grato por ter tido a oportunidade de ser orientado por duas pessoas tão especiais, espero que quando eu tiver meus orientados eu possa fazer por eles tudo o que vocês fizeram por mim, não existem palavras suficientes para agradecer.

À Universidade Federal de Lavras (UFLA), ao Departamento de Administração e Economia (DAE), e ao Programa de Pós-Graduação em Administração (PPGA) pela oportunidade concedida para realização do doutorado. Ao coordenador Daniel Carvalho de Rezende e a Deila Pereira por todo o auxílio nesse período. Cabe ainda agradecer a CAPES, pois “o presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior – Brasil (CAPES) – Código de Financiamento 001”. Aos amigos do Grupo de Economia Industrial e Negócios Internacionais (GEINI).

Aos membros da minha banca de defesa André Luís Bertassi, André Luis Ribeiro Lima, Fabrício Molica de Mendonça e Lélis Pedro de Andrade os quais contribuíram de forma efetiva para este trabalho. Ainda, uma menção especial ao André Luis Ribeiro Lima por ter me ajudado com temas extra doutorado, como docência e orientação, com certeza ensinamentos que levarei para toda a vida profissional.

Restaurar-se os agradecimentos feitos, em meu TCC e em minha Dissertação, à Professora Fabíola Adriane Cardoso Santos, por me introduzir neste fantástico mundo da análise de dados. E também a Professora Adriana Giarola Vilamaior e ao Professor Gideon Carvalho de Benedicto, os quais são responsáveis pelo meu gosto pela análise das Demonstrações Financeiras.

Aos meus caríssimos amigos, André Spuri Garcia, Luiz Kennedy Cruz Machado, Luís Fernando Silva Andrade, Kelly Carvalho Vieira, Oscar Neto de Almeida Bispo e Valderí de Castro Alcântara por me auxiliarem com as revisões, possibilitando debates teóricos que com certeza auxiliaram para que este trabalho fosse melhorado. Ainda um agradecimento especial à Valderí de Castro Alcântara, pois, sem o seu auxílio e suas metas irreais para minha produção acadêmica na época do Mestrado (metas que foram alcançadas), talvez eu não teria alcançado o Doutorado, ou não teria chegado bem preparado para aproveitar esse período.

Aos meus queridos amigos que fiz na pós-graduação, ainda não citados, Alex dos Santos Macedo, André Luiz de Paiva, Caio Peixoto Chain, Daniel Fonseca Costa, Janderson Martins Vaz, Laurí Luís Rauber, Leandro Eduardo Vieira Barros, Mário Sérgio de Almeida, Marco Túlio Dinali Viglioni, Saulo Cardoso Maia, Susy Naiara Alves da Silva... esta lista é um pouco grande e por isso não vou me delongar mais, mas a todos, apenas quero agradecer por todos os bons momentos os quais possibilitaram que este caminho fosse extraordinário.

E como diz meu caro amigo Pedro Luiz Costa Carvalho, se “o doutorado está relacionado a todos esses acontecimentos bons [...], eu lhe afirmo “Doutorado”: prepare-se, porque farei vários!”. **Obrigado!**

"Mesmo que já tenha feito uma longa caminhada, há sempre um novo caminho a fazer".

Santo Agostinho.

RESUMO

No atual estágio de desenvolvimento do moderno campo das Finanças Corporativas, um dos importantes temas de debate tem sido os possíveis custos e benefícios da separação entre propriedade e o controle das empresas. Essa separação ocasionou um forte impacto tanto na Estrutura de Capital como na Estrutura de Propriedade. Neste cenário, um sistema de governança corporativa passa a existir com o objetivo de oferecer uma alternativa eficiente para solucionar os problemas de agência e outras imperfeições de mercado originárias dessa separação. Diferentes teorias e hipóteses têm surgido com o intuito de compreender essas questões, e grande parte do debate atual repousa sobre questões metodológicas. Por exemplo, como várias teorias e suas complexas relações podem ser testadas simultaneamente em um modelo multiteórico de análise e qual a acurácia de tal teste. Dentro deste contexto, busca-se desenvolver um modelo multiteórico de análise a partir das relações existentes entre Estrutura de Capital, Estrutura de Propriedade e Governança Corporativa, sob a ótica das imperfeições de mercado. A coleta de dados foi realizada em dois momentos, ambos por intermédio de fontes secundárias. A primeira foi a pesquisa bibliográfica nas bases de dados Web of Science e Scopus, nas quais foram realizadas análises bibliométricas. A segunda foi a pesquisa documental realizada nas demonstrações financeiras trimestrais/anuais e nos Relatórios Estruturados, disponíveis na base de dados Economática[®], no site da Comissão de Valores Mobiliários e na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão). A amostra foi composta por 241 empresas listadas na B3, no período de 2013 até 2018. A análise dos dados empíricos foi feita por meio da Modelagem de Equações Estruturais por Mínimos Quadrados Parciais (PLS-SEM – *Partial Least Squares Structural Equation Modeling*). Entre os principais resultados pode-se destacar que para as Determinantes da Estrutura de Capital, a *Pecking Order Theory*, foi a que mais se adaptou a amostra em estudo. No que se refere aos determinantes da Estrutura de Propriedade, verificou-se que a maioria das hipóteses testadas foram aceitas. Os efeitos indiretos revelaram que a Estrutura de Propriedade e a Estrutura de Capital tem sinais (efeitos indiretos) opostos ao da Governança Corporativa para a mediação com o valor de mercado. Isto pode ser explicado pelo fato de a Governança Corporativa buscar corrigir imperfeições, que em sua maioria, tem origem nestes dois tipos de estrutura, tais como: assimetria de informação, conflitos de agência, custos de falência. Testou-se também a ‘concentração da propriedade’ e a ‘identidade do acionista majoritário’, em relação a Governança Corporativa e o Valor de Mercado. Na concentração da propriedade pode-se confirmar o efeito entrincheiramento. Em relação à identidade do acionista majoritário, constatou-se que empresas familiares apresentam sinais opostos para Governança Corporativa e Valor de Mercado. Os resultados ainda apontam que o modelo multiteórico de análise possibilita aplicar uma abordagem empírica, confrontando as três temáticas (Estrutura de Capital, Estrutura de Propriedade e Governança Corporativa) e suas respectivas teorias. Por fim, os resultados indicam que as boas práticas de Governança Corporativa são eficientes para amenizar os impactos gerados pela separação entre propriedade e controle, tanto na Estrutura de Capital como na Estrutura de Propriedade.

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

ABSTRACT

At the present development stage of the modern Corporate Finance, one of the important topics of debate has been the possible costs and benefits of the separation of ownership and control. The separation caused a strong impact on both the Capital Structure and Ownership Structure. In this scenario, a corporate governance system comes into existence with the objective of offering an efficient alternative to solve the agency problems and other market imperfections originating from that separation. Different theories and hypotheses have arisen to understand these issues, and much of the current debate lies on methodological matters. For example, how various theories and their complex relationships can be tested simultaneously in a multitheoretical model of analysis and how accurate is such testing. Within this context, we seek to develop a multitheoretical model of analysis based on the relationships between Capital Structure, Ownership Structure, and Corporate Governance, from the perspective of market imperfections. The data collection was performed in two moments, both through secondary sources. The first one was the bibliographical research on Web of Science and Scopus databases, in which bibliometric analyses were carried out. The second one was the documentary research on the quarterly/annual financial statements and Structured Reports, available in the Economática[®] database, on the website of the Securities and Exchange Commission of Brazil and on the B3 (Brazil, Bolsa, Balcão) website. The sample consisted of 241 companies listed in the B3, from 2013 to 2018. The empirical data analysis was done through the Partial Least Squares Structural Equation Modeling (PLS-SEM). Among the main findings it can be highlighted that, regarding Capital Structure determinants, the Pecking Order Theory was the most adapted to the sample. Regarding Ownership Structure determinants, most of the tested hypotheses were accepted. The indirect effects revealed that Ownership Structure and Capital Structure have signs (indirect effects) opposite to Corporate Governance for mediation with market value. This may be explained by the fact that Corporate Finance seeks to correct imperfections, mostly originated in those two types of structure, such as: information asymmetry, agency conflicts, and bankruptcy costs. The 'ownership concentration' and the 'identity of major shareholder' in relation to Corporate Governance and Market Value were also tested. Regarding the identity of major shareholder, it was verified that family companies have opposite signs for Corporate Governance and Market Value. The findings also evidence that the multitheoretical model of analysis enables to apply an empirical approach comparing the three topics (Capital Structure, Ownership Structure, and Corporate Governance) and their respective theories. Finally, the findings indicate that good Corporate Governance practices are efficient in mitigating the impacts generated by the separation of ownership and control, both on the Capital and Ownership structures.

Keywords: Capital Structure. Ownership Structure. Corporate Governance.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Efeitos Entrincheiramento e Alinhamento no Grau de Concentração Acionária.....	35
Figura 2 – A Governança Corporativa e o problema de agência.	37
Figura 3 – Nível ótimo de endividamento para o valor da empresa.	43
Figura 4 – Nível ótimo de endividamento e suas teorias.	44
Figura 5 – Forma de Eficiência de Mercado e as informações utilizadas.....	50
Figura 6 – Custos de agência e a relação com a Estrutura de Capital.....	52
Figura 7 – Fluxograma metodológico base para a caracterização deste trabalho.	56
Figura 8 – As interrelações entre os subcampos da Informativa.	81
Figura 9 – Processo para avaliação do PLS-SEM.....	89
Figura 10 – Construtos Reflexivos x Formativos.	90
Figura 11 – Exemplos do modelo estrutural (interno) e do modelo de mensuração (externo).....	91
Figura 12 – Efeitos de mediação.	92
Figura 13 – Exemplo para relação de importância e desempenho.	93
Figura 14 – Mapa de importância e desempenho para construto alvo Y4.	94
Figura 15 – Resumo da proposta da metodologia para a tese.	97
Figura 16 – Artigos sobre Estrutura de Capital na Scopus e da Web of Science.....	99
Figura 17 – Evolução da literatura sobre Estrutura de Capital na Scopus e da WoS.	100
Figura 18 – Distribuição geográfica global das publicações sobre EC (1949-2018).....	102
Figura 19 – Redes de citação das publicações.	104
Figura 20 – Modelo Estrutural para a Estrutura de Capital e suas determinantes.	110
Figura 21 – Mapa importância-desempenho para o Valor de Mercado como construto alvo.	114
Figura 22 – Artigos sobre Estrutura de Propriedade na Scopus e da Web of Science.....	116
Figura 23 – Evolução da literatura sobre Estrutura de Propriedade na Scopus e da WoS...	117
Figura 24 – Mapa de calor dos pontos de geolocalização dos autores que publicaram artigos sobre Estrutura de Propriedade indexados na Scopus e WoS (1975-2018).	119
Figura 25 – Redes de citação das publicações.	121
Figura 26 – Modelo Estrutural para Estrutura de Propriedade.	126
Figura 27 – Mapa de importância-desempenho para o Valor de Mercado.	130

Figura 28 – Modelo Estrutural para as Facetas da Estrutura de Propriedade.	133
Figura 29 – Artigos sobre Governança Corporativa na Scopus e da Web of Science.	137
Figura 30 – Evolução da literatura sobre Governança Corporativa na <i>Scopus</i> e da <i>WoS</i>	137
Figura 31 – Pontos de geolocalização e linhas de coautoria dos autores que publicaram artigos sobre Governança Corporativa indexados na Scopus e WoS (1977-2018).	140
Figura 32 – Redes de citação das publicações.	142
Figura 33 – Modelo Estrutural para Governança Corporativa.	146
Figura 34 – Mapa de importância-desempenho para o Valor de Mercado com construto alvo.	150
Figura 35 – O modelo teórico de equações estruturais proposto.	152
Figura 36 – Modelo multiteórico de análise.	155

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Capital Próprio versus Capital de Terceiros	28
Quadro 2 – Dilemas entre a concentração de votos e concentração de propriedade.....	33
Quadro 3 – Resumo dos princípios norteadores das práticas de Governança Corporativa.....	38
Quadro 4 – Características dos sistemas de governo das sociedades.....	40
Quadro 5 – Cinco modelos para Governança Corporativa.....	41
Quadro 6 – Hipóteses para <i>Pecking Order Theory</i>	47
Quadro 7 – Bases de dados e Sistemas de Informações propostos para o estudo.....	65
Quadro 8 – Comparação das aplicações dos distintos métodos quantitativos.....	82
Quadro 9 – Framework de pesquisa proposto para os tópicos de revisão.....	84
Quadro 10 – Aspectos das técnicas de CB-SEM, PLS-SEM e Regressão MQO.....	88
Quadro 11 – Mediação, efeitos diretos e indiretos	92
Quadro 12 – Síntese dos pressupostos para o ajuste do PLS-SEM para modelos reflexivos.....	95
Quadro 13 – Determinantes da Estrutura de Capital e suas relações teóricas esperadas.....	106
Quadro 14 – Determinantes da Estrutura de Propriedade e suas relações teóricas esperadas.....	123
Quadro 15 – Determinantes da Governança Corporativa e suas relações teóricas esperadas.....	143
Quadro 16 – A Hipótese de Mercado Eficiente e sua relação teórica esperada.....	151

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Amostra da pesquisa por setores de atuação.....	63
Tabela 2 – Os construtos e os indicadores das teorias sobre Estrutura de Capital, Estrutura de Propriedade e Governança Corporativa. (continua).....	67
Tabela 3 – Operacionalização das variáveis. (continua).	77
Tabela 4 – Periódicos que mais publicaram nas bases da Scopus e da WoS.	100
Tabela 5 – Artigos mais citados sobre Estrutura de Capital na base da Scopus e da WoS.	101
Tabela 6 – Principais palavras-chave com explosões de citação para EC.....	103
Tabela 7 – Validade Discriminante do modelo e estatística descritiva.	107
Tabela 8 – Resultados sintetizados para o modelo de medição reflexiva ajustado na pesquisa.....	109
Tabela 9 – Síntese das hipóteses da pesquisa e seus resultados.	112
Tabela 10 – Síntese das hipóteses de mediação encontradas.	113
Tabela 11 – Periódicos que mais publicaram nas bases da Scopus e da WoS.	117
Tabela 12 – Artigos mais citados sobre Estrutura de Propriedade na base da Scopus e da WoS.	118
Tabela 13 – Principais palavras-chave com explosões de citação para as publicações em EP.....	120
Tabela 14 – Validade Discriminante do modelo e estatística descritiva.	124
Tabela 15 – Resultados sintetizados para o modelo de medição reflexiva.....	125
Tabela 16 – Síntese das hipóteses da pesquisa e seus resultados.	128
Tabela 17 – Síntese das hipóteses da pesquisa e seus resultados.	129
Tabela 18 – Validade Discriminante do modelo e estatística descritiva.	131
Tabela 19 – Resultados sintetizados para o modelo de medição reflexiva.....	132
Tabela 20 – Síntese das hipóteses da pesquisa e seus resultados.	135
Tabela 21 – Periódicos que mais publicaram nas bases da Scopus e da WoS.	138
Tabela 22 – Artigos mais citados sobre Governança Corporativa na base da Scopus e da WoS.	139
Tabela 23 – Principais palavras-chave com explosões de citação mais fortes nas publicações.	141
Tabela 24 – Validade Discriminante do modelo e estatística descritiva.	144

Tabela 25 – Resultados sintetizados para o modelo de medição reflexiva ajustado na pesquisa.....	145
Tabela 26 – Síntese das hipóteses da pesquisa e seus resultados.	148
Tabela 27 – Síntese das hipóteses da pesquisa e seus resultados.	149
Tabela 28 – Validade Discriminante do modelo e estatística descritiva.	153
Tabela 29 – Resultados sintetizados para o modelo de medição reflexiva ajustado na pesquisa.....	154
Tabela 30 – Síntese das hipóteses da pesquisa e seus resultados.	158

LISTA DE SIGLAS

AC	Alfa de Cronbach
AI	Teoria da Assimetria de Informação
APT	Teoria da Precificação por Arbitragem
AVE	Average Variance Extracted
B3	B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão
BP	Balço Patrimonial
CB	Covariance-based
CB-SEM	Covariance-based Structural Equation Modeling
CC	Confiabilidade Composta
CE	Cargas Externas
CSLL	Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DRE	Demonstração de Resultados
DTO	Trade-off dinâmico
HME	Hipótese de Mercado Eficiente
IASB	International Accounting Standards Board
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IFRS	International Financial Reporting Standards
IPO	Initial Public Offering
IRPJ	Imposto de Renda da Pessoa Jurídica
JCR	Journal Impact Factor
LAIR	Lucro antes do imposto de renda
M&M	Modigliani e Miller
ML	Máxima verossimilhança
PLS-SEM	Partial Least Squares Structural Equation Modeling
POT	Pecking Order Theory
SEM	Structural Equation Modeling
SJR	Scientific Journal Rankings
STO	Teoria do Static Trade-off
TA	Teoria da Agência
VIF	Variance Inflation Factor
WoS	Web of Science

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	17
1.1	Contextualização do tema	17
1.2	Problema de pesquisa.....	22
1.3	Objetivos.....	22
1.3.1	Geral	22
1.3.2	Específicos	22
1.4	Justificativas da Pesquisa	24
1.5	Estrutura da Tese	26
2	REFERENCIAL TEÓRICO	27
2.1	Estrutura de Capital	27
2.1.1	Da Teoria Tradicional à Moderna Teoria de Estrutura de Capital	30
2.2	Estrutura de Propriedade.....	32
2.3	Governança Corporativa	36
2.4	Descrição do Mercado Brasileiro	39
2.5	As Teorias.....	42
2.5.1	Teoria do Static Trade-off (STO) - Myers (1984).....	42
2.5.2	Pecking Order Theory (POT) - Myers e Majluf (1984).....	46
2.6	As Imperfeições de Mercado	47
2.6.1	Ineficiência de Mercado: Hipótese de Mercado Eficiente - Fama (1970)	48
2.6.2	Conflito de Agência: Teoria da Agência - Jensen e Meckling (1976)	52
2.6.3	Assimetria de Informação: Teoria da Assimetria de Informação – Ross (1977)	53
3	METODOLOGIA	55
3.1	Ontologia	57
3.2	Epistemologia.....	57
3.3	Paradigma de Pesquisa	58
3.4	Quanto à Abordagem.....	59
3.5	Quanto à Temporalidade.....	59
3.6	Quanto à Natureza dos Objetivos Metodológicos (Quanto aos fins)	60
3.7	Quanto ao Método	61
3.8	Quanto ao Tipo de Amostragem	61
3.9	Quanto às Técnicas de Coleta de Dados.....	64
3.9.1	As temáticas em estudo e seus Determinantes	66
3.10	Quanto às Técnicas de Análises de Dados (métodos de pesquisa)	81
3.10.1	Tópicos de revisão de literatura	81
3.10.2	Análises com Modelagem de Equações Estruturais – SEM	86
3.10.2.1	Modelo estrutural (interno) e o modelo de mensuração (externo).....	91
3.10.2.2	Os efeitos de mediação no modelo estrutural (efeitos diretos, indiretos e totais)	92
3.10.2.3	O mapa de importância e desempenho.....	93
3.10.2.4	Os pressupostos do modelo estrutural.....	94

3.11	Resumo da metodologia da Tese	97
4	RESULTADO E DISCUSSÃO	98
4.1	Estrutura de Capital: Uma revisão Bibliométrica entre 1949 a 2018	99
4.2	Os Determinantes da Estrutura de Capital e suas Hipóteses.....	105
4.3	Levantamento bibliométrico sobre Estrutura de Propriedade (1975–2018) ...	116
4.4	O efeito mediador da Estrutura de Propriedade no Valor de Mercado	122
4.4.1	O impacto dos tipos de propriedade na Governança e no Valor de Mercado.	131
4.5	Análise bibliométrica sobre Governança Corporativa (1977–2018)	137
4.6	A Governança Corporativa como mediadora entre os seus determinantes e o Valor de Mercado.....	143
4.7	Um modelo multiteórico para análise integrada	151
5	CONCLUSÃO	160
	REFERÊNCIAS	163
	APÊNDICE A - Lista de empresas selecionadas para a amostra.	183

1 INTRODUÇÃO

Esta seção introdutória traz a contextualização da temática e apresenta o problema de pesquisa e o objetivo geral que direcionam todos os esforços do trabalho. Apresenta também os objetivos específicos. Além disso, nesta seção são apresentadas as justificativas para a execução da pesquisa, mostrando suas possíveis contribuições teóricas e empíricas.

1.1 Contextualização do tema

No atual estágio de desenvolvimento do campo das Finanças Corporativas, um dos importantes temas de debate tem sido os possíveis custos e benefícios provenientes da separação da propriedade e controle das empresas.

Entre os **potenciais custos** gerados por essa separação pode-se aludir a **pulverização da propriedade**. Esta pulverização fortaleceu o poder dos administradores (agentes) e aumentou as chances desses agirem em interesse próprio, em detrimento do interesse dos investidores (principal) (SAITO; SILVEIRA, 2008), gerando **custos de agência** (WILSON, 1968; ROSS, 1973; HECKERMAN, 1975; JENSEN; MECKLING, 1976; MYERS, 1977). Além disso, possibilitou a ocorrência de uma **assimetria de informação** (ou diferença), na qual os administradores possuem mais informações sobre a empresa do que investidores, ou seja, assimetria informacional entre o agente e o principal (HARRIS; RAVIV, 1991; ROSS, 1977). Assim, esses potenciais custos podem ser agravados se a estrutura de propriedade for muito pulverizada (MORCK; SHLEIFER; VISHNY, 1988; JENSEN; MECKLING, 1976), dificultando o alinhamento do comportamento dos executivos com o objetivo da maximização de valor para os acionistas.

Já entre os **potenciais benefícios**, Berle e Means (1987) apontam que a separação entre a propriedade e o controle da firma possibilita algumas vantagens como, por exemplo, a criação da **participação acionária de novos investidores**, gerando **concessão de empréstimos e maior acesso à liquidez** por meio de ferramentas para **captação e planejamento da Estrutura de Capital**. A alteração da Estrutura de Capital possibilita, em detrimento dos tradicionais modelos de crescimento das firmas com financiamento próprio, novas estratégias como, por exemplo, compra e participações em companhias, as quais apresentam-se como possibilidades eficientes e aceleradas para garantir o **crescimento de mercado** e dos **lucros**.

A alteração da percepção estratégica empresarial, causada pela separação da propriedade e o controle das empresas, ampliou as possibilidades para novos modelos de mercado, como oligopólios e monopólios, alterando vários princípios como a formação de preço e, por conseguinte, a inflação e o nível de emprego. Neste novo contexto, as decisões sobre Estrutura de Capital – mesmo que em um nível microeconômico – passaram de coadjuvantes para itens primordiais da estratégia empresarial, tendo implicações macroeconômicas fundamentais (BERLE; MEANS, 1987).

A separação da propriedade e controle das empresas, agravou ainda mais as Imperfeições de Mercado. Como salientam Mishra e Kapil (2017) e Gerum, Mölls e Shen (2018) em mercados imperfeitos existe maior dificuldade em se assegurar preços justos para os ativos, não refletindo, assim, o verdadeiro nível de desempenho corporativo, pois os preços dos ativos negociados não conseguem incorporar instantaneamente todas as informações publicamente disponíveis no mercado.

Nessa realidade de separação entre a propriedade e o controle, pode-se observar um forte impacto tanto na Estrutura de Capital como na Estrutura de Propriedade. Estes impactos resultam em benefícios, mas também contribuíram para acentuar algumas imperfeições de mercados tais como **custos e problemas de agência, assimetria informacional, oligopólios e monopólios**. Diante disso, apesar da Governança Corporativa não ser capaz de explicar essas imperfeições, ela surge como mecanismo que pode amenizar tais imperfeições.

A separação entre propriedade e controle não pode ser compreendida de forma isolada, pois envolve relacionamentos entre variáveis chave de finanças corporativas como a Estrutura de Capital, a Estrutura de Propriedade, e a Governança Corporativa. Como salienta Mamede et al. (2017), existem aspectos de finanças corporativas que ainda carecem de investigação, seja na parte teórica ou nas inter-relações entre suas teorias.

No que se refere a Estrutura de Capital, possibilidades de fontes de financiamento têm absorvido grandes esforços de pesquisa. Considera-se como estudo seminal sobre Estrutura de Capital o trabalho de Durand (1952), no qual o autor enfatiza a existência de uma estrutura ótima de capital, ou seja, o custo de capital de terceiros tende a se manter estável até certo nível, mas a partir desse nível a empresa se encontra mais propensa ao risco de falência. Posteriormente, Modigliani e Miller (1958) afirmaram que o valor de mercado de uma empresa independe de sua Estrutura de Capital, sendo formado pela capitalização de valor esperado à taxa apropriada para a sua classe e, portanto, a forma pela qual a empresa se financia é irrelevante para determinar o seu valor – considerando-se um mercado perfeito. No entanto, as proposições de Modigliani e Miller (1958) são contestadas pela teoria tradicional –

iniciada com Durand (DURAND, 1959) e por vários estudos empíricos apresentados nos anos seguintes ao seu trabalho (KAYO; FAMÁ, 1997).

Em relação a Estrutura de Propriedade observa-se que as grandes corporações – com estruturas pulverizadas, nas quais o controle não está em posse dos agentes proprietários – convivem com uma dificuldade de alinhar o comportamento destes agentes com a maximização do valor para os acionistas. Como Jensen e Meckling (1976) afirmam, se tanto agente e principal operam buscando maximizar suas utilidades pessoais, é muito provável que o agente não agirá no interesse do principal. Nesse sentido, na relação entre o agente e o principal esse último pode tentar minimizar as discrepâncias entre os interesses dos envolvidos, monitorando o agente e estabelecendo de forma apropriada incentivos contratuais.

Em uma análise dos trabalhos de Jensen e Meckling (1976) e Morck, Shleifer e Vishny (1988), pode-se dizer que existe um maior alinhamento dos interesses do agente e do principal, na medida em que os agentes (tomadores de decisão) são proprietários de um maior volume de ações da organização. Contudo, Morck, Shleifer e Vishny (1988) consideram que uma maior participação do agente como proprietário das ações tende a levar a um maior nível de entrenchamento (prática para manter o acesso aos benefícios gerados pelo controle) por parte dos agentes, impactando de forma negativa no valor da empresa.

Por outro lado, La Porta et al. (1998) visualizaram outro aspecto do conflito de agência dentro das estruturas de propriedades concentradas, qual seja, a possibilidade dos acionistas majoritários (controladores) expropriarem os acionistas minoritários. Neste mesmo sentido, Martins e Famá (2012) observaram na literatura internacional que o conflito de agência ocorre entre acionistas e gestores – em virtude da pulverização da estrutura de propriedade – enquanto no Brasil o controle é concentrado em apenas um acionista, fazendo com que o conflito de agência ocorra entre o acionista controlador e os acionistas minoritários.

O conflito ainda é acentuado pelo fato de haver duas classes de ações no Brasil, a saber, aquelas que dão direito a voto e aquelas sem direito a voto. Essas últimas são emitidas em um número maior quando comparadas as primeiras. Esse fato resulta na interferência da gestão pelos acionistas controladores, mesmo que estes não possuam a maioria das ações da empresa (CORREIA; MARTINS, 2015).

Assim, o monitoramento desse processo se torna cada vez mais complexo para os acionistas não controladores e incidem cada vez mais em custos de agência para tentar alinhar os interesses. Neste cenário, um sistema de governança corporativa passa a existir com o objetivo de oferecer uma alternativa eficiente para solucionar o problema de agência e outras imperfeições de mercado originárias da separação da propriedade do controle das firmas.

Dentro deste contexto, como afirmam Mishra e Kapil (2017), o uso da Hipótese de Mercado Eficiente (HME) como um mecanismo para Governança Corporativa baseia-se na hipótese de que o problema de agência de grandes corporações, pode ser resolvido por meio de um mercado eficiente - o que também diminui a assimetria de informações. Esse Mercado Eficiente estimula o controle corporativo criando condições para que os preços dos ativos reflitam todas as informações disponíveis, e as ações sempre são negociadas pelo seu valor justo. Sendo assim, os preços das ações indicam de forma adequada o desempenho corporativo e a Governança Corporativa atua como redutora das imperfeições de mercado.

Diferentes teorias e hipóteses têm surgido com o intuito de compreender essas questões, tais como Teoria da Agência (TA) (JENSEN; MECKLING, 1976), Teoria da Assimetria de Informação (AI) (ROSS, 1977), Entrincheiramento (MORCK; SHLEIFER; VISHNY, 1988), *Pecking Order Theory* (POT) (MYERS; MAJLUF, 1984), Teoria do *Static Trade-off* (STO) (MYERS, 1984), e a Hipótese de Mercado Eficiente (HME) (FAMA, 1970).

Nascimento et al. (2018) consideram que existe uma **lacuna** pouco explorada dentro do campo de finanças, qual seja, as complexas relações entre as principais variáveis e os seus efeitos diretos, indiretos e totais. Nisiyama e Nakamura (2014) defendem ainda que existem muitas questões que necessitam de elucidações tanto nas teorias que sustentam os modelos quanto na própria questão da modelagem estatística utilizada.

Kreuzberg e Vicente (2018, p. 58) ressaltam a necessidade de se integrar diversas teorias, “não somente teoricamente, mas também empiricamente, para que ocorra uma evolução na área”. Daily, Dalton e Cannella (2003), complementam que é preciso uma abordagem multiteórica para o desenvolvimento do campo, pois essa abordagem por ser fundamental para desvendar as diversas estruturas e mecanismos que influenciam o desempenho das organizações. Kreuzberg e Vicente (2018, p. 57) afirmam que “essas relações ainda estão em desenvolvimento, não encontrando-se formalizadas ainda, mas são de extrema importância para os avanços à área”.

Neste sentido, grande parte do debate atual repousa sobre questões-metodológicas, por exemplo, como várias teorias e suas complexas relações podem ser testadas simultaneamente em um modelo de análise integrado e qual a acurácia de tal teste (DAILY; DALTON; CANNELLA, 2003; ZOU; XIAO, 2006; NISIYAMA; NAKAMURA, 2014; NASCIMENTO et al., 2018; KREUZBERG; VICENTE, 2018).

Considerando isso, a busca por uma análise integrada de temas abrangentes como a Estrutura de Capital, Estrutura de Propriedade e Governança Corporativa possibilitaria melhor compreensão dos mesmos, tendo em consideração que eles não são fenômenos isolados e

precisam em algum momento, ser abordados de forma integrada. Isto seria relevante já que essas teorias, individualmente não respondem de forma assertiva em todos os casos, pois falham em mostrar como essas temáticas se comportam em determinados contextos e ambientes. Como não existe uma teoria geral que possa embarcar todas as demais teorias, a única solução aparente seria gerar um modelo multiteórico que utilize o que for mais adequado de cada teoria para cada caso específico de análise.

Nesse ponto, uma alternativa, é a utilização da Modelagem de Equações Estruturais (*Structural Equation Modeling - SEM*). Como afirmam Chang, Lee e Lee (2009), os *softwares* de modelagem de equações estruturais (exemplo, AMOS, EQS, LISREL, SmartPLS, etc.) difundiram a aplicação de modelos em áreas como marketing, sociologia e psicologia, mas não em finanças. Existem poucos trabalhos realizados na área de finanças (comparando-se a outras áreas) com Modelagem de Equações Estruturais. Os primeiros que se tem informação foram Titman e Wessels (1988) que aplicaram a técnica no estudo dos determinantes da estrutura de capital, e Maddala e Nimalendran (1995) que examinaram o efeito dos anúncios de lucros sobre o volume de negócios de ações e os *spreads* de compra e venda.

Seguindo o trabalho seminal de Titman e Wessels (1988) alguns pesquisadores da área de finanças continuaram a explorar o uso da modelagem de equações estruturais para finanças. Segundo Buck et al. (2003), após consultarem vários estudos, para uma avaliação integrada de modelos, a modelagem de equações estruturais oferece uma visão mais aprofundada e abrangente dos fenômenos em estudo do que as técnicas tradicionais de regressão multivariada.

Apesar de autores como Daily, Dalton e Cannella (2003), Zou e Xiao (2006), Nisiyama e Nakamura (2014), Nascimento et al. (2018) e Kreuzberg e Vicente (2018), destacarem a carência metodológica de alguns modelos e a importância de se trabalhar de forma integrada, ao pesquisar trabalhos que versam sobre estrutura de capital, estrutura de propriedade e/ou governança corporativa, não foram encontrados trabalhos que buscaram integrar essas temáticas e seus determinantes de análises, visando discutir de forma profunda e abrangente o problema da separação da propriedade e do controle amplamente apresentado na literatura.

Tendo em vista o grande número de determinantes da Estrutura de Capital, Estrutura de Propriedade e Governança Corporativa e a diversidade de teorias envolvidas, torna-se interessante a possibilidade de análises confirmatórias que o Modelo de Equações Estruturais possibilita. Finalmente, o volume de estudos sobre essas temáticas aplicando tal plataforma metodológica ainda se apresenta incipiente, sobretudo nas empresas brasileiras. Portanto, é

relevante utilizar o Modelo de Equações Estruturais para estudar as relações teóricas de forma integrada no mercado brasileiro.

1.2 Problema de pesquisa

Com base no exposto, considerando que a modelagem de Equações Estruturais possibilita desenvolver e validar modelos teóricos e que existe uma carência de pesquisas mais abrangentes que avaliem diversas teorias de forma simultânea em um modelo multiteórico, destacam-se as três temáticas que servirão de base para esta pesquisa: i) a Estrutura de capital; ii) a Estrutura de Propriedade; iii) e a Governança Corporativa; e pressupondo ainda que a Governança Corporativa, ameniza a tensão gerada na separação entre a propriedade e o controle, na Estrutura de Capital e na Estrutura de Propriedade, a presente pesquisa teve por finalidade responder à seguinte questão:

De que forma as imperfeições de mercado podem ser explicadas por um modelo que integra as relações existentes entre as teorias sobre Estrutura de Capital, Estrutura de Propriedade e Governança Corporativa?

1.3 Objetivos

1.3.1 Geral

Desenvolver um modelo multiteórico de análise a partir das relações existentes entre Estrutura de Capital, Estrutura de Propriedade e Governança Corporativa, sob a ótica das imperfeições de mercado.

1.3.2 Específicos

Para atingir o objetivo geral, esta tese subdivide-se nos objetivos específicos apresentados a seguir. Cabe observar que, cada objetivo específico se refere a um objetivo que será tratado posteriormente em tópicos específicos dentro do resultado e discussão.

- Realizar um estudo bibliométrico sobre a temática da Estrutura de Capital;
- Verificar qual teoria de Estrutura de Capital oferece resultados significativos, para analisar o endividamento das companhias pesquisadas;

- Analisar a literatura científica relevante, baseada nos trabalhos sobre Estrutura de Propriedade;
- Avaliar quais são os fatores determinantes para a Estrutura de Propriedade;
- Proporcionar um levantamento dos estudos desenvolvidos no campo da Governança Corporativa por meio de análise bibliométrica;
- Propor um modelo de análise a partir dos determinantes da Governança Corporativa;

1.4 Justificativas da Pesquisa

A pesquisa se justifica, pela própria relevância do tema para o estudo das Finanças Corporativas, além disso, pela necessidade de convergência entre as teorias utilizadas, o que propicia a oportunidade de desenvolver um modelo de análise integrado, compreendendo um número maior de teorias do que comumente utilizado em pesquisas sobre essas temáticas.

Assume-se que a separação da propriedade e do controle trouxe alterações para o cenário econômico como um todo. Os impactos mais visíveis são na estrutura de capital e na estrutura de propriedade, o que fez surgir a necessidade de um sistema de governança corporativa eficiente. Neste sentido, Silveira (2004) afirma que o desenvolvimento das pesquisas sobre governança corporativa pode contribuir para uma diminuição dos conflitos de agência e também um aumento do acesso ao financiamento, o que impacta na diminuição do custo de capital em um ambiente econômico.

No que se refere a estrutura de capital, Mangafić e Martinović (2015) afirmam que não há teoria unificadora sobre a Estrutura de Capital – apesar dos inúmeros debates realizados – e que as teorias aplicadas têm sido utilizadas como ferramentas analíticas, com propósito de sondar evidências empíricas. No entanto, nenhuma delas isoladamente é capaz de explicar todos os aspectos na escolha da Estrutura de Capital.

Para Nascimento et al. (2018), as complexas relações entre as principais variáveis do campo de finanças não têm sido exploradas. Neste âmbito, Mamede et al. (2017) consideram que vários aspectos do campo de finanças corporativas ainda necessitam de verificação, seja na parte teórica ou nas inter-relações entre suas teorias. Assim, o tema de pesquisa mostra-se relevante para realizar o aprofundamento nos estudos relacionados às Estrutura de Capital e Propriedade e Governança Corporativa.

As teorias isoladas não representam o fenômeno por completo. Por mais que se tenham surgido novas teorias ao longo do tempo, o olhar para os problemas de Estrutura de Capital, Propriedade e Governança Corporativa por meio de uma só lente/teoria é insuficiente para compreender os problemas oriundos da separação da propriedade e controle de forma abrangente. Observa-se também que uma teoria que abarque todos os pontos importantes das outras teorias vigentes ainda não surgiu até pelo fato de que algumas das relações esperadas por estas teorias são antagônicas.

Assim, essas teorias, individualmente, não conseguem explicar de forma satisfatória todos os casos, pois falham em mostrar como essas temáticas se comportam em contextos e ambientes específicos. Como não existe uma teoria geral que unifique todas as demais teorias,

a única solução aparente é gerar um modelo multiteórico de análise integrado que utilize o que for mais adequado de cada teoria para cada caso específico de análise.

A relevância do estudo é reforçada também pela carência de pesquisas que utilizam o modelo de equações estruturais. Como enfatizam Chang, Lee e Lee (2009) e Almeida (2014), a modelagem de equação estrutural tem sido pouco observada nas pesquisas empíricas sobre Finanças e merece ser aprofundada, sobretudo para o caso das empresas brasileiras. Vale mencionar, ainda, que Nisiyama e Nakamura (2014), em uma revisão recente das publicações que fazem uso de modelos econométricos, observaram que as análises são dominadas pelas regressões com diferentes métodos de estimação. Todavia, nenhum trabalho com modelagem de equações estruturais foi identificado na pesquisa destes autores.

Portanto, a pesquisa apresenta relevância para diversos segmentos da sociedade, contribuindo para a elucidação sobre as decisões de financiamento, de investimentos e de gestão de companhias abertas brasileiras. Tema de interesse não apenas para o meio empresarial, mas também para investidores, profissionais da área de investimentos, pesquisadores, credores, analistas financeiros e demais *stakeholders*.

Na perspectiva acadêmica, o estudo da Estrutura de Capital, da Estrutura de Propriedade e da Governança Corporativa das empresas é importante para o fortalecimento da linha de pesquisa em finanças, dado à compreensão das relações comportamentais das empresas e suas estratégias. Por meio dessa proposta de pesquisa pretende-se contribuir com a ampliação de conhecimentos a respeito da análise teórica e empírica sobre essas temáticas e sua potencial utilidade para o aprimoramento das decisões empresariais no mercado de capital brasileiro.

1.5 Estrutura da Tese

Este trabalho de tese segue a estrutura prevista no "Manual de normas e estrutura de trabalhos acadêmicos"¹ da Universidade Federal de Lavras. Sendo assim, os principais componentes são:

A **Introdução**, que é composta pelas seguintes seções: Contextualização do tema; Problema de pesquisa; Objetivo geral; Objetivos específicos; Justificativas da pesquisa e esta última subsecção que é a Estrutura da tese. O **fundo teórico** é composto pela discussão sobre a separação entre propriedade e controle, conceito central sobre o qual se fundamenta o desenvolvimento e compreensão do tema de pesquisa proposto.

O **Referencial Teórico**, envolve uma breve fundamentação teórica dos principais conceitos necessários ao entendimento da pesquisa, os quais possibilitam fundamentar as proposições de pesquisa mais específica que são apresentadas nos tópicos do resultado e discussão. Os conceitos chave tratados são a Estrutura de Capital (2.1), a Estrutura de Propriedade (2.2), a Governança Corporativa (2.3), Descrição do Mercado Brasileiro, e por último, as Teorias (2.5) e as Imperfeições de Mercado (2.6) que entrelaçam essas temáticas.

A **Metodologia** está dividida em onze partes: Ontologia (3.1), epistemologia (3.2), paradigma de pesquisa (3.3), quanto à abordagem (3.4), quanto à temporalidade (3.5), quanto à natureza dos objetivos metodológicos (3.6), quanto ao método (3.7), quanto ao tipo de amostragem (os critérios de amostragem) (3.8), quanto às técnicas de coleta de dados (é exposto todas as variáveis que serão utilizadas nos modelos empíricos) (3.9), quanto às técnicas de análise de dados (Revisão de literatura, e Modelagem das Equações Estruturais) (3.10) e um resumo da metodologia da Tese que foi utilizado para a construção dos tópicos internos do resultado e discussão (3.11).

Na sequência é apresentado os **Resultados e Discussão**. Esta seção está dividida em sete tópicos (partes). Os seis primeiros têm por objetivo responder aos **objetivos específicos da tese** (alternando-se entre tópicos de revisão e empíricos), os quais conseqüentemente levam ao sétimo tópico que atende ao **objetivo geral da tese**, ou seja, os primeiros tópicos conduzem ao último tópico e sustentam o modelo multiteórico final. E finalmente apresenta-se as **Conclusões**, considerando uma síntese do que se alcançou com a pesquisa, têm-se na sequência todas as **Referências**, citadas no contexto do trabalho e, por último o **Apêndice A**, que apresenta uma relação de todas as empresas utilizadas para os modelos empíricos.

¹ Disponível em: <<http://repositorio.ufla.br/jspui/handle/1/11017>>, acessado em 15 de maio de 2019.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Neste tópico, apresentam-se as temáticas da Estrutura de Capital, Estrutura de Propriedade e Governança Corporativa, as quais estão em foco na discussão. Além disso, é desenvolvida uma síntese das teorias abordadas e das imperfeições de mercado que se entrelaçam com essas temáticas.

As relações entre as temáticas de Estrutura de Capital, Estrutura de Propriedade e Governança Corporativa são o centro do modelo multiteórico proposto. Sendo assim, o intuito de cada tópico do referencial teórico é introduzir conceitos necessários que serão as bases para a criação deste modelo. Como essas temáticas são amparadas por mais de uma teoria e podem sofrer influência ou influenciar imperfeições de mercado, tais como, custos de agência e assimetria de informação, todos estes pontos são fundamentais para se investigar aspectos das inter-relações destas temáticas dentro do campo das finanças corporativas.

2.1 Estrutura de Capital

Para Myers (1977, 1984) e Myers e Majluf (1984), a origem dos recursos utilizados pelas empresas representa a sua estrutura de capital, que é formada pelo somatório entre o capital próprio e as dívidas de curto, médio e longo prazo. Para os autores a estrutura de capital busca maximizar os resultados dos investidores por meio das escolhas referentes as fontes de financiamento utilizadas, isto é, a estrutura demonstra o engajamento das empresas em promover melhores resultados perante o capital empregado. Segundo Bittencourt e Albuquerque (2018, p. 97), a estrutura de capital “refere-se à composição do financiamento, capital próprio ou de terceiros, sendo este último de curto e longo prazo”, o que significa, que os gestores devem optar pelo melhor nível de endividamento para financiar as operações da empresa.

Segundo Martins e Famá (2012), o campo das finanças corporativas é bastante controverso, principalmente a partir do artigo de Modigliani e Miller (1958). A temática da Estrutura de Capital tem sido pesquisada por diversos autores, contudo não há consenso. Rajan (2012) afirma que pesquisadores da área vêm tentando provar o valor de seu campo, desafiando os diversos pressupostos apresentados por Modigliani e Miller (1958).

A escolha da proporção entre o uso de capital próprio e capital de terceiros tem sido o foco de expressivo debate no campo de finanças (PEROBELLI; FAMÁ, 2002; RAJAN, 2012; MANGAFIĆ; MARTINOVIĆ, 2015). Afrasiabishani, Ahmadinia e Hesami (2012), ao

tratarem de decisões estratégicas sobre Estrutura de Capital, consideram que algumas das principais inquietações são: Quando deve ocorrer o financiamento? Qual é a melhor maneira: alavancagem ou emissão de ações? Qual melhor tipo de dívida: em longo prazo ou curto prazo? Que grupo de ações deve ser emitido e por quê? Optar pelos lucros acumulados ou financiamento?

De forma ampla, pode-se dizer que as empresas possuem duas opções quando necessitam buscar financiamento para suas operações - capital de terceiros/endividamento e capital próprio/emissão de ações. Essas modalidades de financiamento empresarial compõem um dos debates mais relevantes de Finanças Corporativas que persiste por quase 60 anos entre os pesquisadores do campo.

Como salientam, Ross, Westerfield e Jaffe (2007), as possibilidades de variações referentes à Estrutura de Capital são ilimitadas, tendo em vista o alto número de instrumentos existentes (por exemplo, o volume escolhido de capital de terceiros, financiamentos, emissão de ações variadas, títulos de dívida, recorrência a arrendamentos, contratos, empréstimos, entre outros). No que se refere às vantagens entre o capital próprio e o capital de terceiros, os autores apresentam considerações relevantes no Quadro 1.

Quadro 1 – Capital Próprio versus Capital de Terceiros.

Capital Próprio versus Capital de Terceiros		
Aspecto	Capital Próprio	Capital de Terceiros
Rendimento	Dividendos	Juros
Tratamento fiscal	Os dividendos são tributados como rendimento da pessoa física. Os dividendos não são despesas da empresa. Obs.: No Brasil não existe ainda tributação sobre os dividendos.	Os juros são tributados como rendimento da pessoa jurídica. Os juros são tratados como despesa da empresa, e as empresas podem deduzir os juros ao calcularem o imposto de renda devido.
Controle	Ações ordinárias (direito a voto).	O controle é exercido por meio do contrato de empréstimo.
Inadimplência	As empresas não podem ser forçadas à falência por deixarem de pagar dividendos.	Dívidas não pagas são passivos da empresa. Seu não-pagamento leva à falência.
Resumo	O aspecto fiscal favorece o uso de capital de terceiros, mas o aspecto inadimplência favorece o uso de capital próprio. As características do capital de terceiros e do capital próprio, em termos de controle, são diferentes, mas uma alternativa não é melhor do que a outra.	

Fonte: Adaptado de Ross, Westerfield, Jaffe (2007, p. 311).

Ainda no Quadro 1, no que se refere a tributação dos dividendos sobre capital próprio, cabe abrir um parênteses sobre o fato de que no Brasil não existe tributação sobre dividendos, ao contrário do que acontece em países como Nova Zelândia e Coreia do Sul, nos quais a tributação dos dividendos (ao nível da pessoa física) varia de 6,9% a 35,4%, respectivamente (CNM, 2016). No que se refere especificamente ao caso brasileiro, Almeida (2018, p. 40) coloca que:

A elevada carga tributária no Brasil é um fator limitador para a melhoria da composição dos nossos impostos para um sistema mais progressivo. É fato que há, sim, espaço para tornar o nosso sistema mais racional, com a reformulação dos regimes especiais de tributação e com a introdução de tributação sobre os dividendos. No entanto, o maior problema em relação à inexistência de tributação sobre os dividendos no Brasil não são as empresas que já estão no regime de lucro real, mas sim aquelas em regimes especiais de tributação, como no Simples e no lucro presumido. As empresas no regime de lucro real, no Brasil, pagam de Imposto de Renda da Pessoa Jurídica (IRPJ) e de Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) uma alíquota de 34% da renda corporativa. Essa alíquota é elevada quando comparada a outros países. No Reino Unido, por exemplo, a tributação sobre os lucros é de 21%, mas lá se tributa a distribuição dos lucros sob a forma de dividendos, o que não acontece no Brasil. No nosso caso, a introdução da tributação sobre dividendos teria que ser acompanhada de uma redução sobre a tributação do lucro das empresas.

Não obstante, como elucidam Cruz et al. (2008), os retornos resultantes das aplicações realizadas raramente são mensurados efetivamente e conhecidos pelos gestores organizacionais. Os autores argumentam que o contexto empresarial é influenciado por uma série de peculiaridades, as quais foram responsáveis por gerar um campo teórico divergente acerca das melhores opções para decisão financeira.

Grande parte das discussões deve-se ao fato de que o teorema de Modigliani e Miller (1958), que se contrapõe à teoria tradicional, pressupõe a existência de um mercado de capitais perfeito, sem assimetrias de informação, custos de falência e impostos, assim como de relações de agência. Desta forma, o foco de vários trabalhos empírico (Dasgupta e Shin (1999), Pascual e Palmeiro (2009), Bharath e Pasquariello (2009), Yu (2012) e Fauver e McDonald (2015), no campo de Estrutura de Capital consiste em esclarecer tais imperfeições.

Novas teorias têm surgido desses esforços, a saber: teoria do *trade-off* (MYERS, 1984); teoria de agência (JENSEN; MECKLING, 1976); teoria do *pecking order* (MYERS; MAJLUF, 1984); teoria da *assimetria de informação* (ROSS, 1977) e, mais recentemente, *equity market timing* (BAKER; WURGLER, 2002). Como salientam Vishny e Zingales (2017), as teorias de finanças corporativas tem forte herança dos estudos desenvolvidos nos

Estados Unidos, os quais testaram suas hipóteses empíricas com dados desse país. Entretanto, Rajan e Zingales (1995), ao confrontar diversas teorias, apontam que a alavancagem corporativa é bastante semelhante em diversos países, pois a maneira como a falência é projetada reflete nas diferenças de alavancagem, em que a falência favorece a liquidação e as empresas parecem mais hesitantes em alavancar.

2.1.1 Da Teoria Tradicional à Moderna Teoria de Estrutura de Capital

A corrente teórica tradicional é fundamentada no trabalho seminal de Durand (1952). Segundo esse autor, na ausência de empréstimos, o valor de investimento é n vezes o valor do retorno total e suas respectivas curvas são idênticas. Porém, se o valor do investimento for constituído por empréstimos, quanto maior o número de empréstimos contraídos, maior será a taxa exigida e maior será o risco. Dessa forma, o valor de investimento decresce n vezes em relação ao retorno total.

Como observa Durand (1952), o valor dos investimentos que são constituídos por empréstimos começa a decrescer antes que o retorno total inicie seu decréscimo. Este é o ponto ótimo. Entretanto, se a empresa se expande para além deste ponto ótimo, mesmo alcançando melhores rendimentos, ela irá incorrer em custos de falência injustificados.

Os efeitos das taxas de juros para tomada de decisão, tanto de financiamento como investimento, são o cerne da Teoria Tradicional sobre Estrutura de Capital. Todavia, a Teoria Tradicional viria a ser questionada por Modigliani e Miller (1958), e deste ponto em diante iniciou-se a Moderna Teoria de Estrutura de Capital.

Em seu artigo, Modigliani e Miller (1958) propõem conceitos relativos à incerteza dos fluxos para classificar empresas em classes de riscos equivalentes. De acordo com sua primeira proposição, o valor da empresa não é afetado por sua Estrutura de Capital, ou seja, na concepção de Modigliani e Miller (1958, p. 268), “o valor de mercado de qualquer empresa é independente da sua Estrutura de Capital e é dado pela capitalização do seu retorno esperado à taxa k adequada à sua classe”. Consequentemente, qualquer aumento na alavancagem financeira, resultando em um maior nível de endividamento, manifesta em um maior risco para os acionistas e, por conseguinte, um aumento do custo do capital próprio.

Neste sentido, “[...] independentemente do financiamento utilizado, o custo marginal do capital de uma empresa é igual ao custo médio de capital, que, por sua vez, é igual à taxa de capitalização para uma empresa não alavancada na classe que ela pertence” (MODIGLIANI; MILLER, 1958, p. 288).

O trabalho de Modigliani e Miller (1958) foi alvo de diversas críticas, dentre elas podem-se destacar: 1) simplificações que distorcem a realidade; e 2) a existências de falhas evidentes (DURAND, 1959). Uma questão básica descrita por Durand (1959) é o mecanismo de arbitragem descrito na primeira proposição de Modigliani e Miller (1958). Segundo Durand (1959, p. 644, tradução nossa):

Enquanto alguns de nós que duvidam da existência de equilíbrios, aconselham os gestores das empresas para manterem-se alerta e explorar todas as oportunidades para reduzir o seu custo de capital, ajustando a estrutura de capital, o que deve ajudar a estabelecer o equilíbrio de MM [Modigliani e Miller]; ao passo que MM, ao oferecer garantias que essas oportunidades não ocorrem, estão sabotando seus próprios objetivos.

Entretanto, como elucida Almeida (2014, p. 26), “a teoria não é refutada por seus pressupostos terem mais ou menos aderência à realidade; é apenas menos útil na explicação dessa realidade” (Uma discussão mais aprofundada sobre refutações poder ser vista em: POPPER, 1982). Modigliani e Miller (1959) responderam as críticas ao seu modelo, poucos anos depois, e em 1963 incorporaram em suas considerações os efeitos das taxas de juros defendidos por Durand (1952) (MODIGLIANI; MILLER, 1963). Mesmo essa incorporação levando à alteração de suas conclusões, os autores argumentam que:

[...] as vantagens fiscais de financiamento da dívida são um pouco maiores do que inicialmente sugerida e, nessa medida, a diferença quantitativa entre as avaliações sugeridas por nossa posição e pela visão tradicional é estreitada. Continua a ser verdade, no entanto, que, sob nossa análise as vantagens fiscais de dívida são as únicas vantagens de carácter permanente para o abismo entre os dois pontos de vista, que em matéria de interpretação e de política é tão grande como nunca. (MODIGLIANI; MILLER, 1963, p. 434, tradução nossa).

Almeida (2014) coloca que uma grande crítica a Modigliani e Miller (1958) é sua consideração da existência de um mercado de capitais perfeito. Mesmo Durand (1959) enfatizando as dificuldades para se justificar a primeira proposição, Modigliani e Miller (1958) argumentam que em um mercado perfeito a estrutura de capital seria irrelevante apesar de não afirmarem que o mercado de capitais é perfeito.

2.2 Estrutura de Propriedade

A questão da Estrutura de Propriedade vem sendo discutida desde que Berle e Means (1987), em 1932, no trabalho *Modern corporation and private property*, introduziram a questão sobre a separação entre propriedade e controle nas modernas empresas que surgiram naquela ocasião. A discussão foi intensificada principalmente após Jensen e Meckling (1976) abordarem o tema sob a ótica da Teoria da Agência, na qual a relação de agência existente entre o acionista e o administrador proporciona o surgimento do conflito de interesse (CORRÊA, et al., 2015).

Os problemas de agência foram notados inicialmente em empresas com estrutura de propriedade mais pulverizada. Entretanto, Okimura, Silveira e Rocha (2007) lembram que trabalhos recentes têm mostrado evidências de que a Estrutura de Propriedade dispersa arquitetada por Berle e Means (1987) na realidade são mais raras (exceto os Estados Unidos e Reino Unido). Esta constatação já tinha sido apontada por Shleifer e Vishny (1997), quando os autores afirmaram que na maior parte do mundo, incluindo a maior parte da Europa (por exemplo, Itália, Finlândia e Suécia), assim como a América Latina, Ásia Oriental e África, as corporações geralmente possuem elevada concentração de propriedade, que são frequentemente controladas por seus fundadores ou seus descendentes. Para Shleifer e Vishny (1997), as participações acionárias altamente concentradas e a predominância do controle acionário parecem ser a regra em todo o mundo. Okimura, Silveira e Rocha (2007), complementam que a concentração da propriedade tem se mostrado mais acentuada em economias emergentes.

Neste cenário, La Porta, Lopez-De-Silanes e Shleifer (1999) observam que nos 27 países mais ricos do mundo, aproximadamente 64% das grandes empresas apresentam acionistas controladores. Já La Porta et al. (1998) visualizaram outro aspecto do conflito de agência dentro das estruturas de propriedades concentradas, qual seja, a possibilidade dos acionistas majoritários (controladores) expropriarem os acionistas minoritários.

Dentro da discussão entre propriedade e controle, Okimura (2003) salienta a importância de se identificar os mecanismos que geram os custos e benefícios para os acionistas controladores. O autor apresenta quatro situações possíveis entre a concentração da propriedade e de votos, enfatizando as vantagens e desvantagens de cada quadrante, como pode ser visualizado no Quadro 2.

Quadro 2 – Dilemas entre a concentração de votos e concentração de propriedade.

		Concentração de Votos	
		Dispersa	Alta
Concentração de Propriedade	Dispersa	<p align="center">Situação I</p> <ul style="list-style-type: none"> • <u>Vantagens:</u> <ul style="list-style-type: none"> – liquidez – possibilidade de diversificação dos investidores – baixo custo de capital • <u>Desvantagens:</u> <ul style="list-style-type: none"> – efeito <i>free-rider</i>¹ – incidência de <i>takeovers</i>² • <u>Implicações:</u> <ul style="list-style-type: none"> – grande importância à transparência de informações e liquidez <p align="center">"poder nas mãos dos executivos e não dos acionistas"</p>	<p align="center">Situação II</p> <ul style="list-style-type: none"> • <u>Vantagens:</u> <ul style="list-style-type: none"> – alto poder de monitoramento sobre os executivos – mais liquidez que (Situação IV) – mais diversificação que (Situação IV) – custo de capital menor que (Situação IV) • <u>Desvantagens:</u> <ul style="list-style-type: none"> – desalinhamento de propriedade e votos – incentivo à expropriação de benefícios privados <ul style="list-style-type: none"> – pelos controladores – inexistência de <i>takeovers</i> • <u>Implicações:</u> <ul style="list-style-type: none"> – controladores e executivos se opõem à transparência <p align="center">"poder nas mãos do acionista ou bloco controlador não majoritário"</p>
	Alta	<p align="center">Situação III</p> <ul style="list-style-type: none"> • <u>Vantagens:</u> <ul style="list-style-type: none"> – proteção parcial de minoritários – por restrição de votos • <u>Desvantagens:</u> <ul style="list-style-type: none"> – desalinhamento de propriedade e votos – fraco monitoramento – baixa liquidez e diversificação – alto custo de capital – restrição a <i>takeovers</i> • <u>Implicações:</u> <ul style="list-style-type: none"> – muitas desvantagens <p align="center">"poder nas mãos dos executivos e não dos acionistas"</p>	<p align="center">Situação IV</p> <ul style="list-style-type: none"> • <u>Vantagens:</u> <ul style="list-style-type: none"> – alto poder de monitoramento – alinhamento de propriedade e votos • <u>Desvantagens:</u> <ul style="list-style-type: none"> – ausência ou baixa liquidez – dificuldade de diversificação – desejo de expropriação de benefícios privados pelos controladores com alto poder – alto custo de capital – monitoramento pode prejudicar administração – ausência de <i>takeovers</i> • <u>Implicações:</u> <ul style="list-style-type: none"> – controladores se opõem à transparência <p align="center">"poder nas mãos do acionista majoritário"</p>

Nota: ¹ Free-rider – No comportamento free-rider (“o carona”) agentes econômicos, desfrutam de um determinado benefício coletivo sem arcar com os custos dele, entretanto, apenas quando lhes é gratuito. ² Takeover – Disputa pelo controle corporativo.

Fonte: Adaptado de Okimura (2003, p. 33) e Becht (1997, p. 25).

Nesta perspectiva, Jensen e Meckling (1976) consideram que o principal (acionistas) incorre em custos na tentativa de alinhar os seus interesses ao do agente (gestores). Esses custos, por sua vez, são chamados de custos de agência. Os custos oriundos desta relação (agente principal) de agência são do tipo “perdas residuais” e podem ser percebidos em algumas decisões dos gestores que não visam a maximização da riqueza.

Em uma estrutura de propriedade dispersa, o monitoramento torna-se ainda mais complexo em virtude do problema de *free-rider*, isto é, cada acionista possui uma pequena participação das ações da empresa e qualquer atuação que um único acionista realize para melhorar o monitoramento proporcionaria benefícios para todos os acionistas, mesmo que os custos desta ação sejam apenas do acionista que a realizou. Nesse sentido, há uma queda de incentivos para o monitoramento. Shleifer e Vishny (1986) complementam que os acionistas

que possuem pequena participação na propriedade não são incentivados a monitorar os gestores. Por outro lado, os grandes acionistas têm participações suficientes na empresa para anular o problema do *free-rider* dos pequenos acionistas dispersos e recursos suficientes para supervisionar a administração.

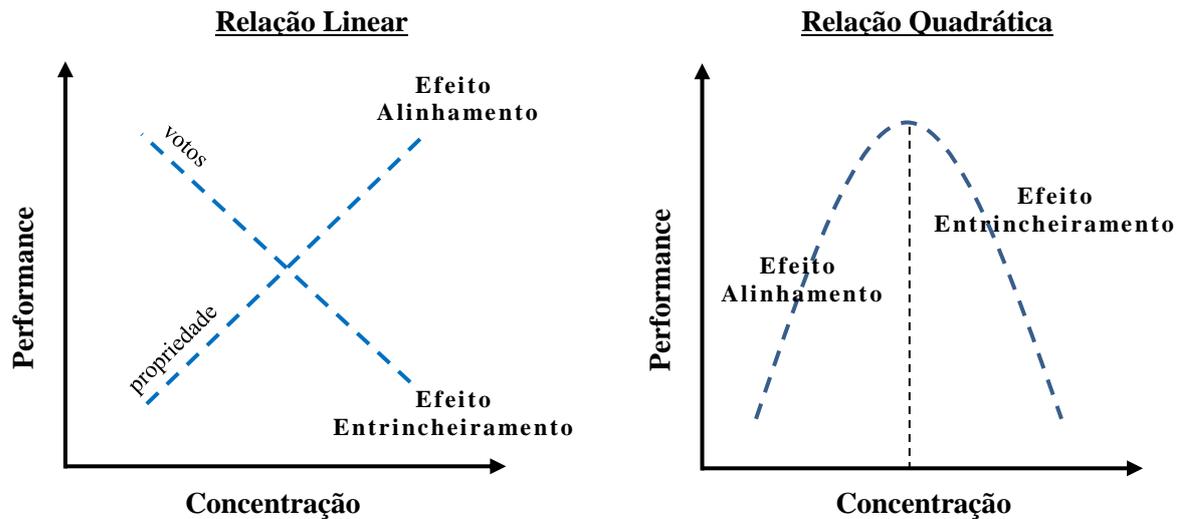
Dami, Rogers e Ribeiro (2007) observam que os benefícios mais relevantes que se referem a concentração de propriedade estão ligados à possibilidade de os proprietários monitorarem a administração da empresa visando a provável redução de conflitos e custos de agência em prol do melhoramento do desempenho.

Segundo a lógica de Claessens et al. (2002) e Claessens e Fan (2002), é possível definir os benefícios e os custos da concentração acionária em dois efeitos distintos: efeito alinhamento e efeito entrincheiramento (FIGURA 1). A origem do efeito alinhamento e do efeito entrincheiramento, retorna aos trabalhos de Jensen e Meckling (1976), Morck, Shleifer e Vishny (1988) e Stulz (1988).

Segundo Dami, Rogers e Ribeiro (2007), no efeito alinhamento, quanto maior for o percentual de ações em posse do controlador, maior serão os incentivos para monitoramento. O empenho do controlador consiste em não permitir que as ações da empresa se desvalorizem, pois também diminuiria consideravelmente sua própria riqueza, limitando assim possíveis vantagens pessoais de expropriação da empresa pelo controlador.

Para Okimura (2003), no efeito entrincheiramento quanto maior o percentual de votos e de propriedade capturada pelo controlador da empresa, menor será a dependência do controlador das decisões advindas do conselho administrativo e, conseqüentemente, as possibilidades de fusões e aquisições, possibilitando assim a expropriação de riqueza por parte do controlador para benefício próprio, enquanto os custos são partilhados por todos os demais acionistas (FIGURA 1). Como salienta Jensen, Meckling e Jensen (1986), Morck, Shleifer e Vishny (1988) e Shleifer e Vishny (1989), é preciso lembrar que o efeito entrincheiramento é basicamente um problema de agência que ocorre quando os interesses do agente e do principal não estão alinhados.

Figura 1 – Efeitos Entincheiramento e Alinhamento no Grau de Concentração Acionária.



Fonte: Adaptado de Okimura (2003, p. 56) e Dami, Rogers e Ribeiro (2007, p. 23).

Ainda no que se refere a Figura 1, Dami, Rogers e Ribeiro (2007) observam que na relação linear, existindo correlação positiva entre concentração (estrutura de propriedade/control) e desempenho da empresa, existe o alinhamento de interesses (efeito alinhamento). Por outro lado, caso a correlação seja negativa verifica-se um desalinhamento dos interesses (efeito entincheiramento). Já na relação quadrática, os efeitos sobre a concentração (estrutura de propriedade/control) apresentam comportamento diferente. Até o nível máximo (crescente) da curva, observa-se o alinhamento de interesses, a partir desse nível (decrecente) tem-se um efeito negativo de entincheiramento.

Sobre essa relação quadrática (côncava), Claessens et al. (2002) e Claessens e Fan (2002) argumentam que à medida que a propriedade e o controle gerencial aumentam, o efeito negativo sobre o valor da empresa, relacionado ao fortalecimento dos gerentes proprietários, começa a extrapolar os benefícios de incentivo da propriedade gerencial, pois os custos do entincheiramento da propriedade dos gestores relacionam-se com a capacidade dos mesmos de bloquear possíveis aquisições (*takeovers*) que aumentariam o valor da empresa.

2.3 Governança Corporativa

A Governança Corporativa tem origem na tentativa de encontrar soluções para os problemas de agência advindos da separação entre controle e propriedade, os quais foram apontados por Berle e Means (1987) e viriam a ser formalizados por Jensen e Meckling (1976) em forma de teoria (Teoria da Agência).

Tshipa et al. (2018) salientam que o tema da governança corporativa tem sido amplamente discutido e analisado nas últimas duas décadas, principalmente, após o surgimento de escândalos corporativos como o caso *Enron Corporation (Corp.)*, *WorldCom Incorporated (Inc.)*, *Global Crossing Limited (Ltd.)* e da crise financeira do Leste Asiático. Um interesse maior foi gerado porque supostamente o colapso dessas empresas foi resultado de deslizamentos no sistema de Governança Corporativa (NTIM et al., 2012; TSHIPA et al., 2018). A ocorrência desses escândalos alertou para a urgência da adoção de medidas de transparência e controle nas empresas, levando os investidores a exigirem reformas significativas nas estruturas e práticas corporativas em troca da sua inserção de capital (KAKABADSE; KORAC-KAKABADSE, 2002; CORRÊA et al., 2015).

Jiang e Zhang (2018) observam que todo esse movimento foi intensificado sob a tendência de internacionalização dos mercados e do livre comércio, no qual a inovação de produtos é rápida e a concorrência torna-se cada vez mais acirrada. Isso exigiu que as empresas apresentassem sólidos mecanismos de governança corporativa possibilitando os gerentes maximizar o desempenho, o valor corporativo e o patrimônio dos acionistas.

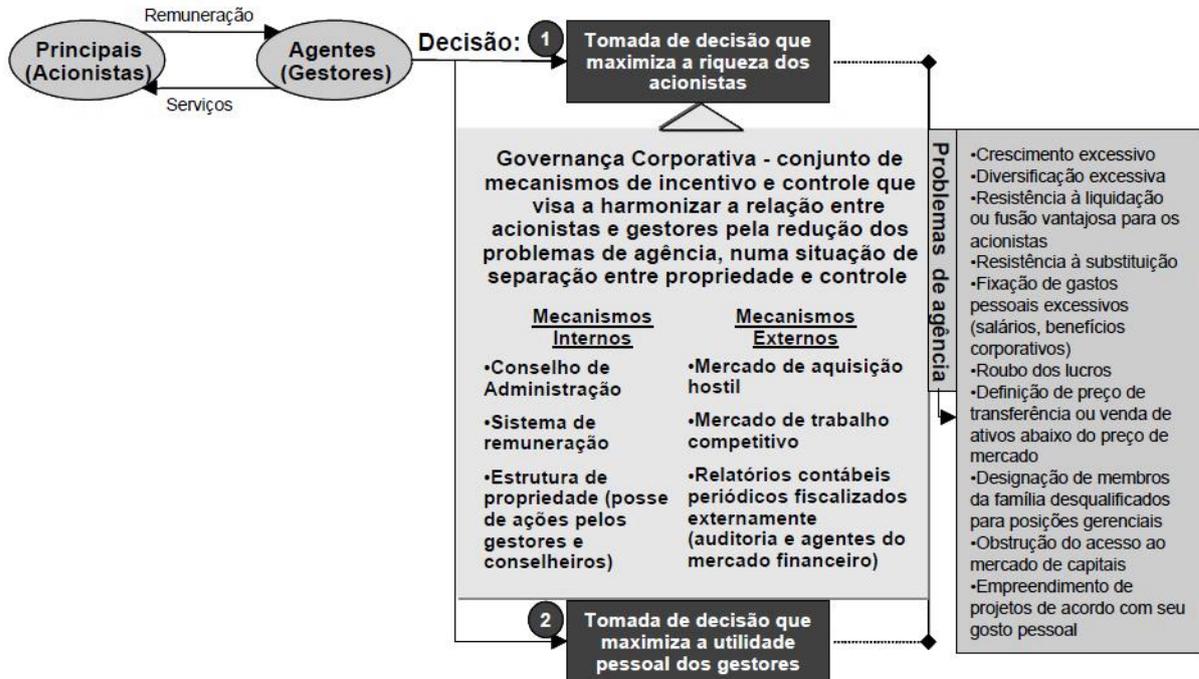
Neste cenário, Mahmood et al. (2018) afirmam que a questão da governança corporativa surgiu da necessidade de fortalecimento dos mecanismos de controle corporativo, não apenas nos países desenvolvidos, mas também nos países em desenvolvimento. Segundo os autores, esse movimento deu origem a vários programas de governança corporativa, que possibilitaram o desenvolvimento de diversos códigos de governança corporativa.

Dami, Rogers e Ribeiro (2007) destacam que no Brasil, em virtude do baixo desenvolvimento do mercado de capitais e à alta concentração de propriedade, a governança corporativa tem como enfoque principal o conflito de agência existente entre os acionistas minoritários e os majoritários. Para Corrêa et al. (2015), a boa governança, neste contexto, tem o objetivo de impedir a expropriação dos interesses dos acionistas minoritários pelos acionistas controladores.

Para Tavares e Penedo (2018), a utilização de mecanismos de governança corporativa incide em custos oriundos do problema de agência, mas também proporciona benefícios à

empresa. Silveira, Barros e Famá (2003) resumem esta relação entre o problema de agência dos administradores e a governança corporativa como pode ser observado na Figura 2.

Figura 2 – A Governança Corporativa e o problema de agência.



Fonte: Silveira, Barros e Famá (2003, p. 58).

Ainda sobre a Figura 2, Silveira, Barros e Famá (2003, p. 58) salientam que “o Conselho de Administração é um dos principais mecanismos de alinhamento de interesses entre acionistas e gestores no sistema de governança corporativa de uma determinada companhia”.

Além do Conselho de Administração discutido, os autores consideram como elementos essenciais na diminuição dos custos de agência, oriundos das decisões não maximizadoras da riqueza pelos gestores, os sistemas de remuneração dos gestores e a propriedade de ações pelos mesmos, os mecanismos externos que exigem a obrigatoriedade da divulgação de informações periódicas sobre a companhia, as possibilidades de aquisições hostis e a competitividade do mercado de trabalho.

Como argumentam Shleifer e Vishny (1997), a governança corporativa se constitui em um conjunto de restrições dirigidas as ações dos gestores, normalmente aplicadas por eles mesmos ou pelos próprios investidores. Corrêa et al. (2015) salientam que este conjunto de restrições visa reduzir a alocação inadequada de recursos dos investidores.

Para o IBGC (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC, 2015, p. 20), a “governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, Conselho de Administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas”.

O conjunto de práticas adotadas pela Governança Corporativa pode ser direcionado por princípios como demonstrado por Silveira (2015) e Palhares (2018) (Quadro 3), no qual são apresentados alguns princípios e suas descrições.

Quadro 3 – Resumo dos princípios norteadores das práticas de Governança Corporativa.

Princípio	Descrição
Transparência e integridade das informações prestadas	Deve-se empregar zelo, tempestividade, honestidade quanto à divulgação de informações financeiras e de outros fatos relevantes que permitam a compreensão da situação da empresa, tais como: aspectos sobre a estrutura acionária, principais políticas e diretrizes, perspectivas estratégicas, sistemas de incentivos, avaliação de desempenho, impactos socioambientais etc.
Prestação de contas voluntária e responsabilização pelas decisões tomadas	Referem-se à apresentação dos resultados pelos gestores, bem como dos elementos que fundamentaram as principais decisões tomadas, além da responsabilização pelas ações e omissões ocorridas na administração.
Avaliação de desempenho, remuneração justa e meritocracia	Deve haver uma avaliação regular e formal do desempenho dos administradores e órgãos de governança, com recompensas remuneratórias justas de modo a fomentar um ambiente meritocrático.
Contrapesos independentes no processo decisório	Incentivo à participação de diferentes visões na tomada de decisões, de modo a evitar excessiva concentração de poder e mitigar potenciais análises parciais. São necessárias regras para mitigar conflitos de interesses e mecanismos eficientes para a resolução de disputas.
Sustentabilidade e visão de longo prazo na condução do negócio	Implica assegurar relações saudáveis com os <i>stakeholders</i> , além de iniciativas concretas com o intuito de melhorar a situação das comunidades nas quais a organização está inserida, atentando para temas como sucessão de lideranças e impactos socioambientais.
Respeito às formalidades, controles e supervisão independentes	O emprego da informalidade não coopera com a boa governança, sendo o controle e a supervisão elementos essenciais.
Comportamento ético das lideranças	Requer que conselheiros e diretores utilizem-se de integridade e elevados padrões éticos em suas decisões.
Cooperação entre colaboradores e promoção do interesse coletivo da organização	O interesse da empresa deve sempre prevalecer sobre os individuais.
Equidade e promoção da participação efetiva de todos os acionistas	Orienta para a imparcialidade no trato com os acionistas, incentivando e facilitando ao máximo sua participação nas assembleias.
Diversidade interna	Tratamento justo dos stakeholders e ausência de políticas discriminatórias: respeito à diversidade de gênero, etnia, formações acadêmicas, idade, cultura e pensamento nos órgãos de governança.

Fonte: Adaptado de Silveira (2015) e Palhares (2018).

Estes princípios estão de acordo com o Círculo Virtuoso da Governança Corporativa citado por Silveira (2004). Segundo o autor, um conjunto de iniciativas institucionais e governamentais pode criar um círculo virtuoso da governança corporativa, o qual traria crescente proteção aos investidores, possibilitando que os mesmos usufruíssem dos retornos das empresas na mesma proporção que os controladores, elevando o valor das ações e diminuindo o custo de capital para as companhias. Isso permite que as empresas utilizem cada vez mais o mercado de capitais como uma alternativa de capitalização, auxiliando o crescimento e competitividade internacional das empresas e a melhoria das práticas de Governança Corporativa.

Como argumentam Berle e Means (1987), para que tudo ocorra dentro do esperado, o contrato firmado entre o principal e o agente precisa ser alinhado para que o gestor contratado direcione suas decisões a favor dos interesses dos acionistas. Caso esse direcionamento não ocorra, os agentes terão posse de informações que os acionistas não possuem, originando assimetria informacional entre as partes.

2.4 Descrição do Mercado Brasileiro

Alguns autores como La Porta, Lopez-De-Silanes e Shleifer (1999), Claessens, Djankov e Lang (2000), Lins (2003) e Caixe e Krauter (2013) afirmam que a pulverização acionária é uma qualidade exclusivamente do modelo anglo-saxão. Claessens et al. (2002) e Caixe e Krauter (2013) consideram que se a concentração existe na estrutura societária da companhia, o foco da Governança Corporativa passa a ser o conflito de interesses entre acionistas controladores e acionistas minoritários, e não mais o conflito de agência entre gestores e acionistas.

Nesse sentido, Mamede et al. (2017) afirmam que a estrutura de propriedade/controlado e a estrutura de capital são temas de estudo relevante por possuir dois padrões distintos: a) o modelo nipo-germânico (Japonês e Alemão), que se distingue pelo financiamento via dívidas e, b) o modelo anglo-saxônico, que se diferencia por uma baixa alavancagem das companhias, uma vez que o capital próprio é predominante em virtude de maior proteção legal aos acionistas.

Dentro desta ótica, Andrade (2015, p. 41), considera que:

[...] a teoria da agência, por ter sido desenvolvida no contexto do mercado dos Estados Unidos, tem como premissa que a efetividade da governança corporativa em aumentar o valor da empresa depende de uma elevada

proteção legal aos investidores e que, portanto, há uma relação de complementaridade entre a qualidade da governança corporativa em nível da empresa e em nível do mercado. Dessa forma, a literatura é inconclusiva ao apontar os efeitos dos diferentes mecanismos de governança corporativa, seja na comparação entre países desenvolvidos e emergentes ou entre apenas os países emergentes, daí a importância de se considerar o ambiente de proteção legal aos investidores, quando se analisa o efeito desses elementos sobre o valor da empresa.

Para Franks e Mayer (1996) e Rente (2018), os dois sistemas de governos das sociedades Anglo-Saxónico e Continental, não são diferentes pela sua capacidade de financiamento das companhias, mas pela forma de organização da propriedade empresarial e seu controle. O Quadro 4, apresenta as principais diferenças entre os dois modelos e as características da estrutura de propriedade e sua importância para o mercado de ações.

Quadro 4 – Características dos sistemas de governo das sociedades.

Itens	Sistema Anglo-Saxónico	Sistema Continental
Estrutura de Propriedade	Propriedade dispersa; Apenas as instituições de crédito e investimento detêm fatias relevantes do capital	Propriedade concentrada; Acionistas majoritários constituem bancos, empresas e famílias
Mercado de Capitais	Grandes e líquidos; Forte papel da bolsa	Estreitos e ilíquidos; Reduzido papel da bolsa
Conselho de Gestão	<i>One Tier Board</i> : o mesmo órgão realiza as funções executivas e de supervisão; Conselho de administração composto por administradores executivos e não executivos, sendo que os membros externos avaliam os membros executivos internos	<i>Two Tier Board</i> : um órgão para as funções executivas e um órgão de fiscalização e supervisão Conselho de administração composto por administradores internos ou por administradores externos diretamente ligados aos maiores acionistas
Fiscalização dos Acionistas	Pouco relevante	Gestão é controlada pelos acionistas majoritários, que se encarregam das decisões estratégicas mais relevantes
Sistema de Remuneração dos Dirigentes	Natureza variável proveniente da performance	Remunerações com natureza variável; Sistemas de incentivos pouco relevantes
Auditoria Externa e Divulgação Pública de Informação	Elevadas imposições de divulgação de informação em virtude da presença no mercado de capitais; Auditoria obrigatória e controlada por administradores externos	Presença na bolsa exige divulgação de informação; Processo de auditoria controlado (indiretamente) pelos principais acionistas
Supervisão e Regulação do Mercado de Capitais	Instituições públicas de supervisão e regulação dos mercados de capitais	Instituições públicas de supervisão e regulação do mercado de capitais

Fonte: Rente (2018, p. 8-9).

Dentro desta perspectiva, um importante conceito são os modelos de Governança Corporativa discutidos por Leal e Camuri (2008). Para os autores, existe um conjunto de

regulamentos, convenções culturais e instituições que estabelecem o sistema de Governança Corporativa das companhias. Esse conjunto embarca as relações entre os acionistas e os administradores das companhias ou, ainda, outros atores aos quais os administradores necessitam prestar contas. Para Leal e Camuri (2008, p. 64), esses “modelos com suas características e seus desenvolvimentos, muitas vezes são associados a grupos de países que mostram suas prioridades sociais e políticas, e suas individualidades de formas bem distintas de organização capitalista”.

Leal e Camuri (2008) identificam cinco modelos, que, segundo os autores, são clássicos de Governança Corporativa: o Anglo-Saxão, Estados Unidos e no Reino Unido; o Alemão; o Japonês; o Latino-europeu (Itália, França, Espanha e Portugal), e o Latino Americano (Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru). No Quadro 5 é possível comparar as características de cada modelo.

Quadro 5 – Cinco modelos para Governança Corporativa.

Características	Anglo-Saxónico	Alemão	Japonês	Latino Europeu	Latino Americano
Fontes de Financiamento Preferenciais	Emissão de Ações	Empréstimos Bancários	Empréstimos Bancários	Indefinida	Empréstimos Bancários
Propriedade e Controle	Dispersa	Concentrada	Concentrada	Concentrada	Fechada
Propriedade e Gestão	Separada	Sobreposta	Sobreposta	Sobreposta	Sobreposta
Conflito de interesses	Acionista/Direção	Credor/Acionista	Credor/Acionista	Majoritários/Minoritários	Majoritários/Minoritários
Proteção dos Interesses Minoritários	Forte	Baixa	Baixa	Fraca	Fraca
Conselho de Administração	Atuante (foco em Direitos)	Atuante (foco em Operações)	Atuante (foco em Estratégias)	Pressão (para Maior Eficácia)	Vínculos (com Gestão)
Liquidez da Participação Acionista	Alta	Baixa	Baixa	Baixa	Especulativa e Oscilante
Forças de controle mais atuante	Externas	Internas	Internas	Internas migrando para externas	Internas
Corporate Governance	Estabelecido	Estabelecido	Baixa ênfase	Alta ênfase	Embrionário
Abrangência dos Modelos de CG	Baixa	Alta	Alta	Média	Em transição
Orientação do Sistema	Mercado	Constituintes	Constituintes	Constituintes	Constituintes
Estrutura do órgão de Administração	Monista	Dualista	Monista	Monista	Monista
Importância do mercado de capitais na economia nacional	Elevada	Moderada/Elevada	Elevada	Moderada	Moderada
Remuneração dos gestores (indexação ao desempenho)	Alta	Baixa	Moderada	Baixa	Baixa

Fonte: Adaptado de Carvalho (2019, p. 13-14).

Carvalho (2019, p. 14) observa que os modelos de Governança Corporativa “apresentam principalmente diferenças quanto à origem dos seus financiamentos, à separação da propriedade e da gestão e à importância que o mercado de capitais apresenta para as empresas que aplicam os respectivos modelos”. Para o autor, algumas características importantes para geração de resultados ao se adotar algum dos modelos são: a cultura, o formato de cada companhia, o modelo de gestão utilizado.

2.5 As Teorias

No que se refere a Estrutura de Capital, Estrutura de Propriedade e Governança Corporativa, pode-se perceber que existe um corpo de teorias que tangencia essas temáticas, algumas de forma mais específica e outras nem tanto. Entretanto, todas elas são fundamentais para uma compreensão mais profunda do problema de pesquisa que norteia esse trabalho.

A busca por uma análise integrada de temas abrangentes como a Estrutura de Capital, Estrutura de Propriedade e Governança Corporativa pode possibilitar melhor compreensão dos mesmos, tendo em consideração que eles não são fenômenos isolados e precisam em algum momento, ser abordados de forma integrada.

Isto porque, estas teorias individualmente não respondem de forma assertiva em todos os casos, elas falham em mostrar como essas temáticas se comportam em determinados contextos e ambientes. Como não existe uma teoria geral que possa embarcar todas as demais teorias, a única solução aparente é gerar um modelo multiteórico de análise que utilize o que for mais adequado de cada teoria para cada caso específico de análise.

Este tópico, tem por finalidade apresentar uma visão geral acerca das teorias citadas e elucidar suas relevâncias.

2.5.1 Teoria do Static Trade-off (STO) - Myers (1984)

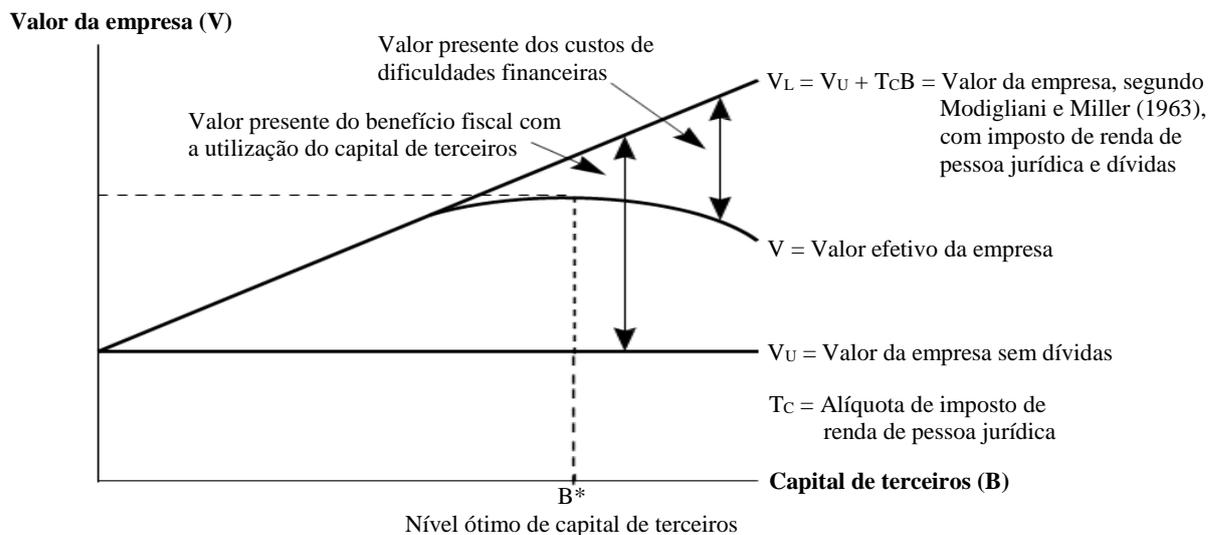
A teoria do *trade-off* ou teoria dos custos de falência tem origem no trabalho intitulado “*Corporate income taxes and the cost of capital: a correction*”, no qual Modigliani e Miller (1963) reconhecem a questão do efeito da tributação que se encontrava mal formulada (MODIGLIANI; MILLER, 1958). Segundo os autores, os benefícios de natureza fiscal dedutíveis na apuração dos impostos e rendimentos da empresa impactam diretamente o seu valor de mercado. Neste sentido, a vantagem fiscal estimularia as empresas a utilizar, exclusivamente, o capital de terceiros em detrimento do capital próprio. Contudo, Modigliani

e Miller (1963) admitem que recorrer apenas ao endividamento originaria problemas como custos de falência.

Apesar de outros estudos terem abordado esse tema posteriormente (JENSEN; MECKLING, 1976), apenas com o trabalho de Myers (1984) a teoria do *trade-off* foi consolidada. A teoria fundamenta-se na hipótese de que as empresas buscam o equilíbrio entre os custos de falência e os benefícios fiscais da emissão de dívida, definindo um nível ótimo de endividamento (MYERS, 1984).

Conforme a dívida se eleva, os juros diminuem o lucro tributável reduzindo o dispêndio com impostos a serem pagos e, conseqüentemente, elevando o valor da empresa. Por outro lado, à medida que a dívida aumenta, eleva-se também a probabilidade de falência e, conseqüentemente, a redução dos benefícios fiscais e a diminuição do valor da empresa – onde se destaca, além dos custos de falência, os custos de agência (vistos no próximo tópico). Uma ilustração deste *trade-off* pode ser vista na Figura 3.

Figura 3 – Nível ótimo de endividamento para o valor da empresa.



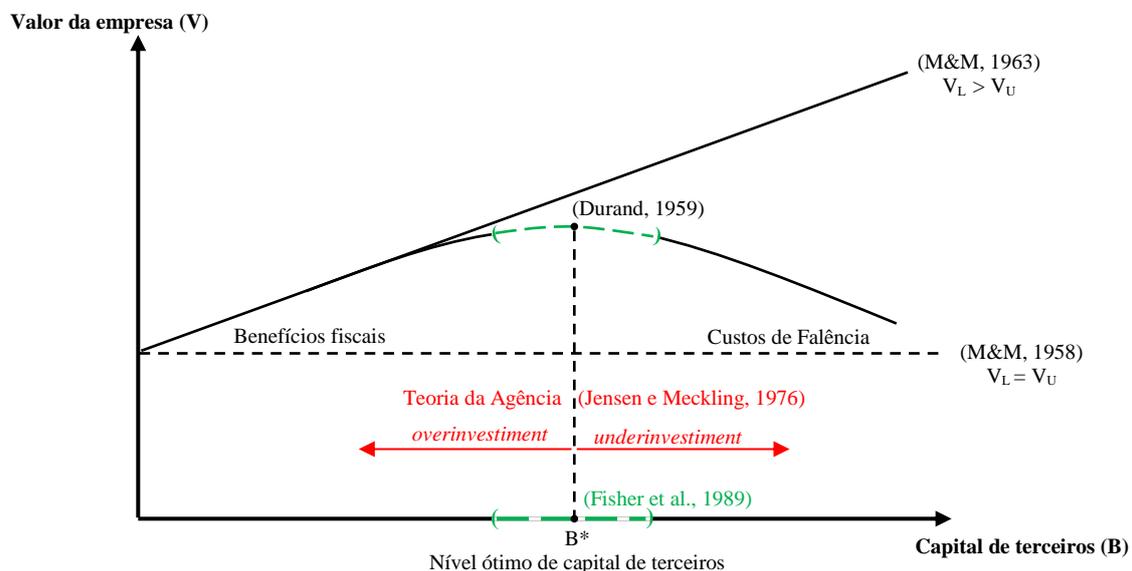
Fonte: Adaptado com base no trabalho de Ross, Westerfield, Jaffe (2007, p. 432).

Por meio da *trade-off* as empresas devem buscar uma estrutura ótima de capital, alternando entre capital de terceiros e capital próprio, até que maximize os benefícios e minimize os custos de endividamento, elevando assim seu valor. O ponto ótimo da Estrutura de Capital pode ser encontrado onde os benefícios fiscais marginais proporcionados pelo uso da dívida são compensados pelo aumento do custo marginal do valor presente relacionado com a probabilidade de falência pelo uso de dívidas (MYERS, 1984).

Entretanto, como afirmam Canongia e Perobelli (2014), existem possibilidades de modelos mais complexos a partir da especificação do *trade-off* estático, qual seja, incluir os custos de agência e os custos de reajuste do grau de endividamento ao longo do tempo por meio do modelo de *trade-off* dinâmico (DTO).

Dessa forma, como pode ser visto na Figura 4, teríamos maiores possibilidades de análise. Primeiramente, na linha tracejada horizontal (M&M, 1958, $V_L = V_U$), na qual Modigliani e Miller (1958) aumentaram em 1958, isto é, independentemente do nível de endividamento que se encontre a firma, o valor de uma empresa não alavancada (V_U) é igual ao valor de uma empresa caso ela estivesse alavancada (V_L) ($V_L = V_U$).

Figura 4 – Nível ótimo de endividamento e suas teorias.



Fonte: Adaptado com base no trabalho de Canongia e Perobelli (2014, p. 52) e Canongia (2014, p. 27).

Ainda sobre a Figura 4, observa-se que posteriormente, Modigliani e Miller (1963) reconheceram o benefício fiscal e o incorporaram ao modelo desenvolvido em 1958 (M&M, 1963, $V_L > V_U$). Os autores demonstram que o valor da firma é elevado conforme o seu nível de endividamento aumenta. Isto ocorre em virtude da empresa utilizar dos benefícios de isenção fiscal da dívida, o conhecido *tax shelter*, que advém da redução da base de tributação pelo montante dos juros pagos.

Entretanto, como afirmava Durand (1959), é preciso encontrar uma estrutura ótima de capital, buscando balanceamento entre custos de falência (dificuldades financeiras) e os benefícios fiscais gerados pelo endividamento (ver Figura 4: Durand, 1959). Isto porque as vantagens provenientes do benefício fiscal são limitadas ao nível em que a dívida cresce e começa a destruir o valor da empresa, gerando custos de falência.

Dentro dessa perspectiva, tanto Jensen e Meckling (1976) quanto Novaes e Zingales (1995) consideram que para se conseguir uma estrutura ótima entre dívida e capital próprio é preciso verificar a existência de custos de agência relacionados à emissão de ações ou a emissão de dívida, pois caso esses custos existam eles precisariam ser considerados na maximização do valor da empresa e na própria utilidade do gestor (ver Figura 4: Teoria da Agência, Jensen e Meckling, 1976).

Embasados nos Custos de Agência, Jensen e Meckling (1976) frisam que os gestores, não possuindo 100% do capital da empresa, não estariam alertas para maximização de valor e isso possibilitaria a obtenção de benefícios não monetários (*pet projects*) pelos gestores, que acabariam utilizando o fluxo de caixa livre disponível da empresa de forma arbitrária. Sendo assim, o excesso de gastos próprios com investimento (*overinvestment*) destruiria o valor da empresa, no qual a emissão de dívidas amenizaria esse cenário limitando e disciplinaria a discricionariedade do gestor. Por outro lado, uma situação de *underinvestment* retrata um alto volume de dívida, o que possivelmente impossibilitaria a empresa de assumir novos projetos, ainda que rentáveis, além da perda de valor relacionados aos custos de falência.

Por último, Fisher et al. (1989), Flannery e Rangan (2006) e Canongia e Perobelli (2014) observam que ao considerar um modelo de *trade-off* dinâmico (DTO), é preciso assumir os custos derivados das tentativas de se reajustar o grau de endividamento, pois no *trade-off* dinâmico a empresa busca maximizar o seu valor em um horizonte futuro, considerando além do equilíbrio entre benefícios e custos da dívida, os custos de ajustamento necessários.

As questões apresentadas não findam as possibilidades do modelo, pois como salientam Novaes e Zingales (1995) e Canongia (2014), como a escolha da forma de financiamento da empresa é uma decisão atribuída ao gestor, o grau de endividamento pode elevar o conflito de agência.

Neste ponto, um sistema eficiente de governança corporativa integrado ao endividamento possibilitaria inibir atitudes discricionárias dos gestores. Assim, a qualidade da governança corporativa pode ser considerada como mecanismo integrado ou substituto do endividamento na análise por meio de uma perspectiva da STO (CANONGIA; PEROBELLI, 2014).

2.5.2 Pecking Order Theory (POT) - Myers e Majluf (1984)

De acordo com Harris e Raviv (1991), a assimetria informacional como importante determinante da Estrutura de Capital é composta por duas linhas de pesquisa fundamentais. A primeira abordagem começa com os trabalhos de Ross (1977) e Leland e Pyle (1977). Os autores demonstram que a escolha da Estrutura de Capital sinaliza aos investidores externos (*outsiders*) a informação dos administradores das empresas (*insiders*) – conforme discutida no tópico 2.6.3 Assimetria de Informação: Teoria da Assimetria de Informação - Ross (1977).

Neste tópico, será apresentada a segunda abordagem de Myers e Majluf (1984) e Myers (1984), que desenvolveram a teoria da *pecking order*, cujas hipóteses já se encontravam no estudo de Donaldson (1961). Essa abordagem foi projetada para suavizar as ineficiências (risco moral e seleção adversa) das decisões de investimento sobre Estrutura de Capital que são ocasionadas pela assimetria de informação.

Na *Pecking Order Theory*, também denominada como Teoria de Hierarquia das Escolhas, parte-se do pressuposto de que a obtenção de recursos corresponde a uma ordem de importância, isto é, admite-se que as empresas priorizem ou prefiram o uso de determinadas fontes em relação a outras. Kayo (2002) observa que a teoria do *Pecking Order* se baseia na perspectiva de que as fontes de recursos podem ser obtidas internamente (retenção de dividendos, fluxo de caixa da operação, etc.) ou externamente (nova emissão de ações ou endividamento). Dessa forma, Myers e Majluf (1984) consideram que existe uma ordem hierárquica de preferências na escolha e obtenção de recursos (QUADRO 6).

Como elucida Myers (1984), a teoria de *pecking order* inicia-se com a assimetria de informação, uma vez que os gestores da empresa são mais bem informados sobre as tendências dos negócios da empresa - oportunidades, riscos e valores - do que os investidores. Logo, a escolha inicial seria direcionada para o uso dos recursos internos. Assim, enquanto toda nova emissão de dívidas pelos gestores sinalizaria uma informação positiva ao mercado, toda nova emissão de ações tenderia a ser de conteúdo negativo, resultando em menores endividamentos para empresas mais rentáveis e com maior geração de caixa operacional.

Quadro 6 – Hipóteses para *Pecking Order Theory*.

<i>Pecking Order Theory</i>	
Ordem de Importância	Forma de Obtenção de Recursos
1º lugar	O financiamento interno por meio de retenção dos lucros.
2º lugar	A distribuição de dividendos, ponderando suas oportunidades de investimento.
3º lugar	Utilização de finanças externas, por meio de títulos mais seguros.
4º lugar	Emissão de dívida, seguida por emissão de títulos conversíveis e, como último recurso, recorrência à participação acionária externa.

Fonte: Adaptado com base nos estudos de Myers (1984) e Cruz (2008).

Shyam-Sunder e Myers (1999) argumentam que a teoria da *pecking order* não aponta um nível ótimo de endividamento, ficando a relação entre as vantagens dos benefícios fiscais e as dificuldades dos custos financeiros como itens de ‘segunda ordem’. O endividamento altera-se com o desequilíbrio dos fluxos de caixa internos e as oportunidades de investimento reais, sendo as alterações no endividamento movidas pela necessidade de recursos externos e não por qualquer tentativa de se alcançar uma estrutura ótima de capital.

Segundo Myers e Majluf (1984), isso faria com que empresas com poucas oportunidades de crescimento (investimento) exibissem baixos níveis de endividamento e empresas com muitas oportunidades de crescimento utilizariam, além dos recursos internos, mais dívidas, o que explicaria a relação positiva encontrada entre crescimento e endividamento. Sendo assim, o nível de endividamento seria gerado pela busca por recursos externos, e não para se atingir um nível de endividamento ótimo que equilibrasse os custos de falência e de agência com os benefícios fiscais da dívida.

2.6 As Imperfeições de Mercado

Partindo da discussão proposta por Berle e Means (1987) da separação entre a propriedade e o controle, argumenta-se que a Estrutura de Capital e a Estrutura de Propriedade foram significativamente afetadas. É elementar que esses impactos resultam em benefícios, entretanto, essa separação também auxiliou na criação de mercados imperfeitos, ao desencadear imperfeições de mercado, custos e problemas de agência, e assimetria informacional.

Como argumentam Camargos e Barbosa (2006), a assimetria informacional, os conflitos de agência e as ineficiências de mercado, podem dificultar a reação do mercado ao anúncio de algum fato público.

Este tópico busca apresentar, dentre outras, três imperfeições de mercado – mercado ineficiente, conflito de agência e assimetria de informação – que estão vinculadas as temáticas de Estrutura de Capital, Estrutura de Propriedade e Governança Corporativa. Como essas imperfeições estão vinculadas a teorias que possibilitam sua verificação, elas são úteis para serem explicadas no modelo multiteórico de análise. Espera-se que a Governança Corporativa atue de forma significativa sobre a Estrutura de Capital e a Estrutura de Propriedade, atenuando as imperfeições de mercado oriundas da separação da propriedade e controle, e que isso confirme a existência de um mercado perfeito, em algum nível de eficiência.

O arcabouço teórico está fundamentado da seguinte forma: a) O trabalho de Ross (1977) que auxilia a compreensão do problema da Assimetria de Informação; b) a obra de Jensen e Meckling (1976) que traz subsídios para análise do Conflito de Agência; c) o trabalho de Fama (1970) que pode ser aplicado para se estudar a Ineficiência de Mercado.

2.6.1 Ineficiência de Mercado: Hipótese de Mercado Eficiente - Fama (1970)

Para se verificar a Ineficiência de Mercado, optou-se por testar se o mercado possui algum tipo de eficiência por meio da Hipótese do Mercado Eficiente (HME). Como afirmam Lopes (2002) e Lima et al. (2008), se o mercado não responde rápido a uma informação contábil relevante, pode-se inferir que ele não avalia a informação ou não é capaz de interpretar informações mais complexas. Este fato possibilita que se utilizem informações financeiras juntamente ao valor de mercado para verificar se existe algum tipo de eficiência.

Para isso, é preciso discutir como se pode verificar a eficiência de mercado e quais as suas formas. Para a Hipótese do Mercado Eficiente (HME), Fama (1970) afirma que todos os mercados seriam eficientes em encontrar oportunidades de lucro rapidamente, e que essas oportunidades deixariam de existir automaticamente. Um mercado é considerado eficiente apenas se seus preços são capazes de refletir todas as informações disponíveis.

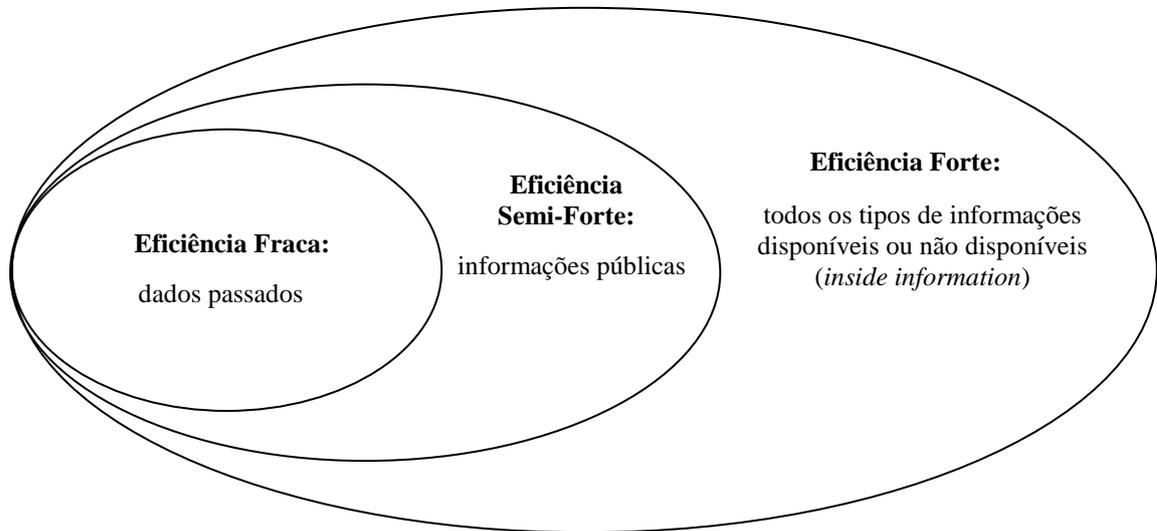
Para Fama (1970), a divulgação de novas informações sobre a empresa para o mercado possibilita aos investidores tomar decisões sobre o fluxo de caixa esperado da empresa e, portanto, os preços das ações se ajustam automaticamente, refletindo as novas expectativas dos investidores. Como salientam Copeland e Weston (1988), em um mercado eficiente os preços incorporam todas as informações relevantes disponíveis de forma instantânea.

Fama (1970, 1991) argumenta que existem diferenças entre os tipos de informações que afetam os preços das ações no mercado, isto é, o tempo em que essas informações afetam (tornam-se conhecidas) os preços das ações são diferentes. Para tratar destas diferentes reações, o autor classificou a Hipótese de Mercado Eficiente em três formas distintas, a depender da influência de cada tipo de informação:

- a) **Eficiência Fraca** (*weak form efficiency*): um mercado de capitais é apontado como eficiente (em termos fracos) quando ele é capaz de incorporar integralmente apenas informações contidas em preços passados, não incorporando qualquer outro tipo de informação. Admite-se que para nenhum investidor é possível obter retornos extraordinários por meio da análise dos preços históricos. Sendo assim, não existe margem para previsibilidade de preços futuros, já que sua relação com preços passados é um passeio aleatório;
- b) **Eficiência Semi-Forte** (*semi-strong form efficiency*): para que um mercado de capitais seja considerado com uma eficiência semi-forte, pressupõe-se que os preços devem refletir instantaneamente, além dos preços passados, todo o tipo de informação disponível ao público. Sendo assim, qualquer nova informação seria rapidamente incorporada aos preços dos ativos, impossibilitando que algum investidor utilizasse da informação que se tornou pública para obter retornos anormais. Por exemplo: a divulgação de relatórios contábeis ou fatos relevantes que contêm informações que são incorporadas à precificação de determinada ação;
- c) **Eficiência Forte** (*strong form efficiency*): mercados que são tidos como eficientes no sentido forte são mercados nos quais os preços das ações refletem qualquer tipo de informação, aquelas publicamente disponíveis e até mesmo as confidenciais, que não são de conhecimento público. Neste cenário, mesmo investidores que possuem informação privilegiada (*insider traders*) não conseguiriam obter retornos anormais, e as projeções em relação aos retornos futuros dos títulos seriam homogêneas.

Para melhor compreender os tipos de informações utilizadas dentro de cada Forma de Eficiência de Mercado e como elas estão relacionadas, uma opção é utilizar o exemplo da Figura 5.

Figura 5 – Forma de Eficiência de Mercado e as informações utilizadas.



Fonte: Elaborado com base no trabalho de Fama (1970).

Apesar da Hipótese de Mercado Eficiente ter grande aplicação dentro da área de finanças, é preciso considerar a existência de imperfeições no mercado como os monopólios e oligopólios, a assimetria de informação, os custos de transação e o conflito de agência entre o principal e o agente. Imperfeições essas que podem distorcer a reavaliação das expectativas do mercado de capitais.

Como observam Freire e Leite Filho (2012), a divulgação das informações contábeis pela B3 (B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão) parece ser incorporada aos preços das ações simultaneamente, impossibilitando que os retornos tivessem um comportamento anormal e alterassem a estrutura da série de preços.

No que se refere ao mercado Brasileiro de forma mais ampla, Forti, Peixoto e Santiago (2009) verificaram que existe um certo equilíbrio entre o volume de trabalhos que encontraram resultados validando ou refutando a Hipótese do Mercado Eficiente. Segundo os autores, pode-se afirmar que já foram detectadas algumas ineficiências de mercado existentes no Brasil. Entretanto, para os autores existe uma falta de rigor estatístico e vieses em alguns trabalhos da área, o que dificulta uma conclusão definitiva sobre as características do mercado brasileiro no que se refere a sua forma de eficiência.

A hipótese de Mercado Eficiente, assim como a teoria do *Random Walk* (Bachelier, 1964), é, na verdade, um modelo sobre como o mercado se comporta. Conforme apontado por

Haugen (1997), esse modelo, como qualquer outro, se aplica a determinados casos e não a todos.

Moura, Santos e Farias (2012) observam que existe diferença entre a forma de eficiência de um mercado de um país para outro, pois cada mercado tem um certo estágio de desenvolvimento. Apesar destas diferenças, o que se tem percebido é que quanto mais desenvolvido é o mercado, de forma mais rápida e precisa as novas informações são incorporadas por ele.

Mishra e Kapil (2017, p. 12) afirmam que “mercados eficientes asseguram preços justos para os ativos refletindo, assim, o verdadeiro nível de desempenho corporativo”. Gerum, Mölls e Shen (2018) consideram que em um mercado eficiente os preços dos ativos negociados incorporam instantaneamente todas as informações publicamente disponíveis (hipótese de mercado eficiente semi-forte) e refletem o valor 'verdadeiro' desses ativos a qualquer momento. Gerum, Mölls e Shen (2018) complementam que os preços devem conter todas as informações relevantes sobre retorno e risco e servir como um sinal para permitir uma eficiência de alocação ótima. Neste ínterim, Nascimento et al. (2017) encontraram uma relação positiva entre o Valor de Mercado da empresa e seu Desempenho Financeiro.

Outros aspectos relevantes para a pesquisa é a interposição da Hipótese de Mercado Eficiente com o endividamento e a Governança Corporativa. Como salientam Gerum, Mölls e Shen (2018), no que se refere ao endividamento, esta lógica implica que as empresas podem projetar seu nível de endividamento nos mercados de capitais, pois o capital e a dívida terão sempre um preço razoável e permitirão uma tomada de decisão ideal, resultando em custos de capital reduzidos e valores mais elevados, respectivamente.

Segundo Mishra e Kapil (2017), o uso do Modelo Eficiente de Mercado como um mecanismo para Governança Corporativa baseia-se na hipótese de que o problema de agência de grandes corporações com propriedade dispersa pode ser resolvido por meio de mercado de ações eficiente, estimulando o controle corporativo. Segundo os autores, nestas condições os preços dos ativos refletem todas as informações disponíveis e as ações sempre são negociadas pelo seu valor justo. Sendo assim, os preços das ações indicam de forma adequada o desempenho corporativo. As empresas gerenciadas de forma ineficiente, com preços de ações menores do que seu valor adequado, proporcionarão oportunidades para que outras empresas adquiram suas ações a preços reduzidos, assumam o controle e gerenciem a empresa com eficiência para criar valor.

2.6.2 Conflito de Agência: Teoria da Agência - Jensen e Meckling (1976)

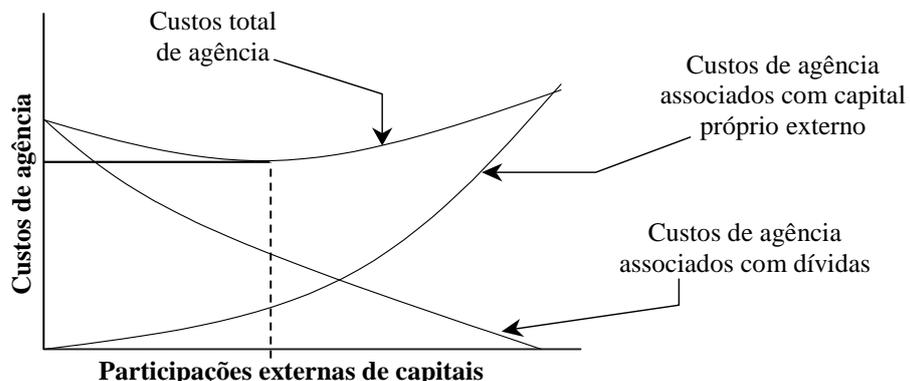
Jensen e Meckling (1976), ao considerarem os problemas de agência, desenvolvem um robusto arcabouço teórico que viria a ser conhecido como a Teoria de Agência. Dois pontos são fundamentais dentro dessa teoria: o primeiro é o risco moral que considera a possibilidade de o agente utilizar de informações privilegiadas para benefício próprio, em detrimento dos interesses do principal; o segundo é a seleção adversa, que decorre da informação assimétrica entre o agente e o principal.

Segundo Almeida (2014), na relação de agência, os agentes não são essencialmente confiáveis, isto é, eles nem sempre agem a favor da maximização da riqueza do principal. Da incompatibilidade de interesses e motivações entre o agente e o principal surgem os conflitos de agência. Não obstante, esses conflitos necessitam ser controlados e/ou regulados pelo principal, e desse esforço surgem os custos de agência.

Assim, Jensen e Meckling (1976) e Kayo (2002) explanam que um grande limitador do endividamento é o conflito de interesses entre acionistas e credores, o qual intensifica o uso de capital de terceiros buscando minimizar o problema de agência e, conseqüentemente, aumenta os custos de agência das dívidas.

Quanto maior a participação de acionistas externos (detentores de capital próprio externo) na empresa, maiores os custos de agência – exploração do principal pelo agente. Por outro lado, o custo de agência diminui com a presença de dívidas na estrutura patrimonial – aumento da participação das dívidas externas (JENSEN; MECKLING, 1976; KAYO, 2002). A estrutura ótima de capital ocorre quando o custo total de agência é minimizado, como pode ser visualizado na Figura 6.

Figura 6 – Custos de agência e a relação com a Estrutura de Capital.



Fonte: Adaptado com base nos trabalhos de Jensen e Meckling (1976, p. 344) e Kayo (2002, p. 30).

Martins e Famá (2012) observam na literatura internacional que o conflito de agência ocorre entre acionistas e gestores – em virtude da pulverização da estrutura de propriedade, enquanto no Brasil o controle é concentrado em apenas um acionista, fazendo com que o conflito de agência ocorra entre o acionista controlador e os acionistas minoritários.

O conflito ainda é acentuado pelo fato de haver duas classes de ações, a saber, as que dão direito a voto e as sem direito a voto e estas últimas são emitidas em um número maior quando comparadas as primeiras. Este fato resulta na interferência da gestão pelos acionistas controladores, mesmo que estes não possuam a maioria das ações da empresa. Como salientam Peng, Wang e Jiang (2008) abordagens convencionais de avaliação da governança corporativa sob uma estrutura de propriedade dispersa são inadequadas para o entendimento de economias emergentes.

2.6.3 Assimetria de Informação: Teoria da Assimetria de Informação - Ross (1977)

Nos modelos fundamentados em assimetria de informação, os administradores das empresas (*insiders*) possuem mais informações relativas às características e perspectivas futuras da empresa do que investidores externos (*outsiders*), o que caracteriza a assimetria (ou diferença) informacional entre os agentes (HARRIS; RAVIV, 1991).

Ross (1977) propõe em seu modelo que os administradores das empresas compreendem a verdadeira distribuição dos resultados, mas os investidores não. Tendo em vista a impossibilidade de os investidores avaliarem corretamente quais projetos são “bons” e quais projetos são “ruins”, acarretando como possíveis consequências a autorização de um projeto ruim, com baixo custo de captação, enquanto um bom projeto, com alto custo de captação, poderia vir a ser recusado.

A ocorrência deste cenário poderia ser evitada se os gestores sinalizassem ao mercado – por meio da divulgação de informações – a qualidade dos projetos da empresa. Uma sinalização positiva possível seria contrair dívidas como forma de financiamento, no qual a empresa sinaliza que espera um cenário otimista em relação aos seus projetos e está em condições de saldar dívidas ao tomar recursos a taxas atrativas, o que exige boas condições financeiras. Por este motivo, as empresas que emitem dívidas tendem a ter suas ações mais valorizadas pelos investidores (ROSS, 1977).

Corroborando com o exposto, Leland e Pyle (1977) desenvolveram um modelo cuja ideia central é que os administradores com boas perspectivas financeiras e de crescimento irão

investir no projeto ou na empresa aumentando sua participação no capital, o que sinaliza ao mercado (investidores externos) a verdadeira qualidade do projeto e da empresa.

O modelo de Leland e Pyle (1977) baseia-se na Estrutura de Capital e no equilíbrio financeiro, no qual os administradores buscam recursos para financiar projetos cuja qualidade é conhecida apenas por eles mesmos. Conseqüentemente, a vontade do administrador de investir no próprio projeto pode servir como sinal da qualidade do projeto para os credores. Desta forma, quanto maior a proporção de dívida das empresas, maior será a proporção de ações em posse dos administradores, sinalizando uma maior qualidade da empresa e gerando uma correlação positiva entre o valor e o patrimônio líquido pertencente aos administradores.

A intermediação financeira pode ser compreendida como uma resposta apropriada à existência de informação assimétrica. Ela proporciona o aumento do nível de informações que os administradores disponibilizam ao mercado e, conseqüentemente, reduz a assimetria informacional, ou seja, os financiadores do projeto apenas terão condições de avaliar os potenciais resultados do projeto por meio da sinalização emitida pelo administrador (LELAND; PYLE, 1977).

3 METODOLOGIA

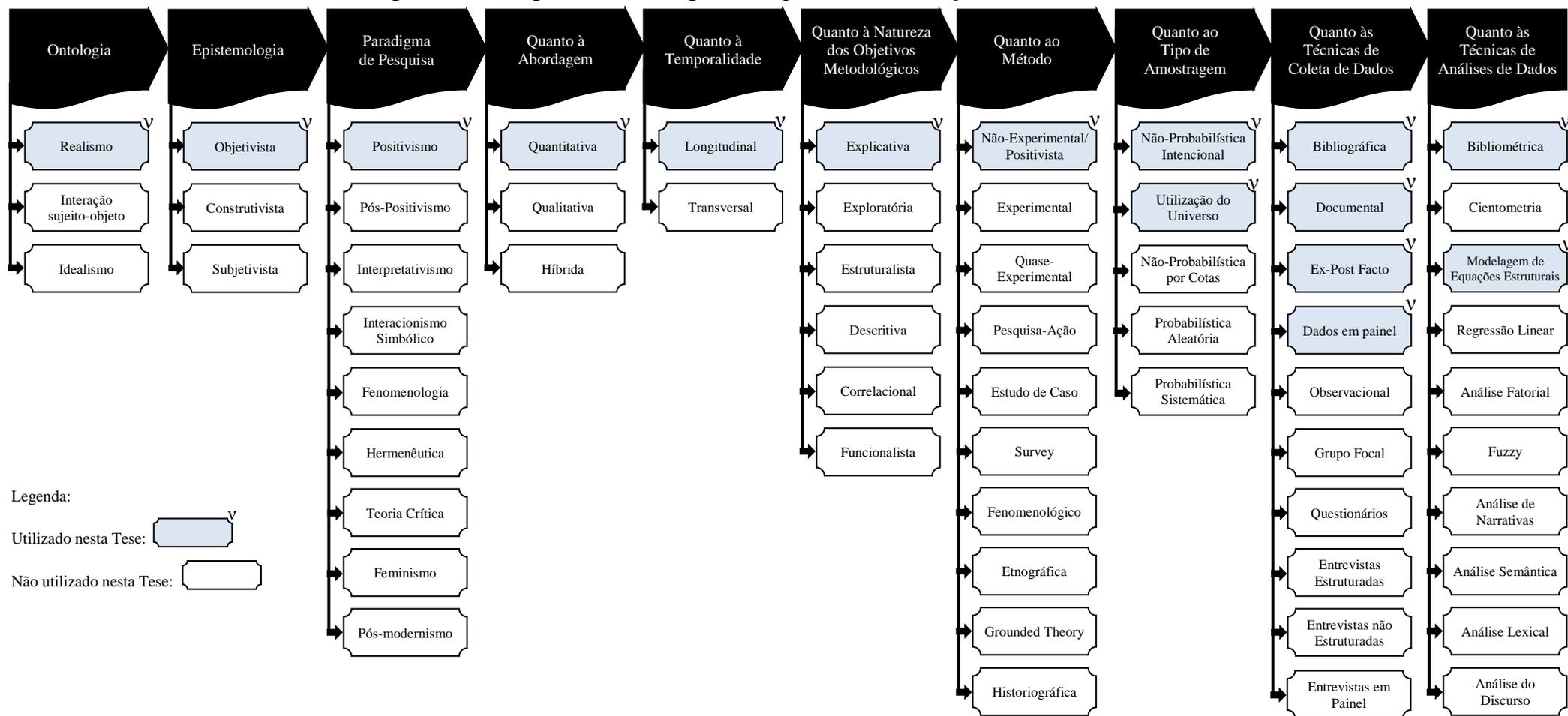
Busca-se neste tópico apresentar os delineamentos metodológicos que foram utilizados para atingir os respectivos objetivos da pesquisa. Neste sentido, para alcançar os resultados pretendidos com a tese optou-se por classificar a proposta de pesquisa como sugerido por Bertassi (2016) e Saccol (2009): ontologia, epistemologia, paradigma de pesquisa, quanto à abordagem, quanto à temporalidade, quanto à natureza dos objetivos metodológicos, quanto ao método, quanto ao tipo de amostragem, quanto às técnicas de coleta de dados e quanto às técnicas de análise de dados.

As seguintes características metodológicas são apresentadas na Figura 7, por meio de um fluxograma metodológico elaborado a partir da adaptação dos trabalhos de Bertassi (2016) e Saccol (2009) com fim de se caracterizar as escolhas metodológicas deste trabalho.

Na Figura 7, utilizou-se de uma marcação para indicar cada opção metodológica realizada, como pode ser visto abaixo do desenho que representa a Ontologia, a caixa do Realismo possui uma cor para diferencial das demais dentro das opções para a Ontologia e ainda uma marcação (v), indicando que, referente a Ontologia da tese a opção foi adotar o Realismo. O mesmo procedimento é adotado para as outras escolhas dentro do Fluxograma metodológico.

No último tópico da metodologia apresenta-se um quadro resumo de como foram elaborados e apresentados os resultados da tese a partir do esboço metodológico desenvolvido.

Figura 7 – Fluxograma metodológico base para a caracterização deste trabalho.



Fonte: Elaborado a partir da adaptação dos trabalhos de Bertassi (2016, p. 51) e Saccol (2009, p. 255).

Nos próximos tópicos são apresentados e discutidos cada item apresentado na Figura 7. É preciso lembrar que os métodos escolhidos estão vinculados a um paradigma de pesquisa, e que o paradigma tem origem na epistemologia que por sua vez, foi determinada pela ontologia. Os tópicos a seguir apresentam algumas definições sobre esse processo.

3.1 Ontologia

Assim como Burrell e Morgan (1979), Ardalán (2001) também afirma que todas as teorias de finanças são fundamentadas por meio de uma filosofia da ciência e de uma teoria da sociedade. No que se refere a ontologia, dentro do campo de finanças Ardalán (2004) e Bettner, Robinson e McGoun (1994) consideram que existe um mecanismo de causa e efeito subjacente a toda a natureza e atividade humana.

Para Saccol (2009, p. 253), a ontologia pode ser definida como a forma que o pesquisador entende como as coisas são, ou seja, “ontologia diz respeito à questão do ser, à nossa compreensão sobre como as coisas são”. Ainda dentro deste contexto:

Uma ontologia serve como base para a delimitação de um problema de pesquisa, assim como ajuda a definir a epistemologia e, conseqüentemente, o método de investigação a ser adotado. A posição ontológica que adotamos define a forma como percebemos o mundo e os fenômenos (físicos ou sociais) que estamos investigando, coexistindo duas visões em oposição: uma visão realista e uma visão idealista sobre como as coisas são. (SACCOL, 2009, p. 253).

Dentro deste contexto, a ontologia adotada é a do Realismo. Essa visão objetivista da ontologia realista pressupõe que “existe um mundo lá fora, independente das percepções e construções mentais que possamos ter a respeito dele [...]. Como exemplo disso, está a crença de que o mundo natural (árvores, pedras, rios etc.) existe independentemente da existência ou percepção do ser humano” (SACCOL, 2009, p. 253). Portanto, esta tese segue uma ontologia realista.

3.2 Epistemologia

No que se refere a epistemologia, dentro do campo de finanças, Ardalán (2004) e Bettner, Robinson e McGoun (1994) consideram que se dá por meio do conjunto de conexões nomológicas entre condições iniciais e resultados finais (a palavra nomológica vem do Grego nomos que significa lei (ver: MATTHEWS, 2016). Saccol (2009) observa que a

epistemologia é a forma pela qual o pesquisador acredita que o conhecimento é gerado. Segundo o autor essa crença está profundamente ligada aos pressupostos ontológicos do pesquisador sobre como as coisas são.

Uma epistemologia objetivista pressupõe que os significados sobre todos os objetos e entidades existem independentemente de operações mentais do ser humano. Há um significado objetivo em tudo o que existe, e este significado sempre está “à espera” de nossa descoberta, desde quando sequer imaginávamos tal existência. Esses significados e o conhecimento sobre tudo o que existe pode ser transmitido de forma racional, objetiva. A linguagem matemática é vista como uma grande aliada para a construção do conhecimento, por sua precisão, de acordo com uma epistemologia objetivista. (SACCOL, 2009, p. 253).

Harasim (2015, p. 34) salienta que uma epistemologia objetivista é a crença na existência de uma resposta correta, na visão de que há uma verdade externa, isto é, a “visão objetivista sustenta que há uma resposta correta ou verdade para cada questão”. Por conseguinte, sobre esta perspectiva as pesquisas em finanças encontram seus resultados ao verificar um conjunto de relações/leis/conexões entre os objetos e entidades existentes em análise.

3.3 Paradigma de Pesquisa

Segundo Saccol (2009), as diversas visões ontológicas e epistemológicas existentes criam diferentes paradigmas de pesquisa, as quais representam diferentes visões de mundo. Para Crotty (1998) o paradigma representa uma instância filosófica que irá determinar o método de pesquisa a ser empregado.

Dentro deste contexto, Ardalan (2001) afirma que muitos teóricos parecem ignorar os pressupostos paradigmáticos subjacentes às teorias das finanças. Normalmente eles enfatizam apenas alguns aspectos do fenômeno e ignoram outros. A menos que levantem as suposições paradigmáticas subjacentes às teorias, sua análise pode ser enganosa, pois ao enfatizar diferenças entre teorias elas implicam em uma diversidade de abordagens.

Esta pesquisa é de caráter Positivista:

De acordo com o paradigma positivista, segue-se, em geral, uma lógica hipotética dedutiva, isto é, a partir de um conhecimento prévio, são identificadas lacunas, questões não respondidas. Para essas questões, são geradas hipóteses, que são possíveis respostas às questões levantadas. Essas hipóteses são postas à prova, buscando-se verificar se elas são falsas ou verdadeiras. Para isso, parte-se para a coleta de dados que irão permitir testar

as hipóteses. Caso as hipóteses testadas tenham sido refutadas (verificou-se a sua falsidade) elas terão que ser revistas ou reformuladas. Caso tenham sido comprovadas, poderão gerar um novo conhecimento ou uma nova teoria. (SACCOL, 2009, p. 253).

Herling et al. (2014) afirmam que os estudos em finanças são predominantemente positivistas e estão concentrados em responder questões sobre o mercado financeiro tais como, qual o valor das companhias e sua influência no próprio mercado financeiro.

3.4 Quanto à Abordagem

Entre as características metodológicas apresentadas na Figura 7, quanto à abordagem, esta pesquisa é qualificada como quantitativa. Martins e Theóphilo (2009, p. 107) consideram que “durante o processo de construção de um trabalho científico, o pesquisador, dependendo da natureza das informações, dos dados e das evidências levantadas, poderá empreender uma avaliação quantitativa”.

Na pesquisa foram levantadas informações financeiras e documentais das empresas em estudo e também foram levantadas diversas referências bibliográficas sobre as temáticas trabalhadas. Este tipo de informação pode ser quantificado para análise. Martins e Theóphilo (2009) consideram que nesse tipo de pesquisa os dados são quantificados e a validação da prova científica utiliza testes, graus de significância e sistematizações para se alcançar os resultados.

3.5 Quanto à Temporalidade

Quanto à temporalidade a pesquisa apresenta características longitudinais, pois explora as temáticas durante o tempo, tanto no que se refere as revisões de literatura que buscam a origem dos estudos e as tendências futuras dos campos científicos em estudo, como também as análises das demonstrações financeiras das empresas de capital aberto que serão avaliadas ao longo do tempo.

Para as pesquisas bibliométricas serão utilizadas informações longitudinais que buscam avaliar o volume de cada temática desde seu início até os dias atuais, possibilitando traçar tendências temporais do campo de estudo e verificar a influência das principais obras do campo para a evolução do campo.

Para os dados referentes as empresas selecionadas, é preciso observar que como argumenta Gujarati e Porter (2011), os dados em painel empilhado proporcionam análises mais informativas, pois são formados pela combinação de séries temporais e por observações de corte transversal das empresas. Segundo o autor, além de uma maior variabilidade os dados apresentam menos colinearidade entre variáveis e maior grau de liberdade, logo, mais eficiência.

Na literatura pode-se encontrar dois tipos de painéis, os painéis balanceados e os painéis desbalanceados (GUJARATI; PORTER, 2011). O estudo se constitui por um painel empilhado desbalanceado para as empresas pesquisadas, tendo em vista que cada unidade de corte transversal não possui o mesmo número de observações ao longo do tempo.

Outra questão relevante é definir um período inicial para a coleta dos dados referentes as empresas, isto em virtude das alterações ocorridas nas normas contábeis. Como salienta Freire et al. (2012), o principal normatizador contábil no mundo é o órgão do IASB (*International Accounting Standards Board*), e o mesmo emite as IFRS (*International Financial Reporting Standards*) que buscam desenvolver um conjunto único de pronunciamentos contábeis com alta qualidade. Neste contexto, o Brasil passou por um processo de convergência, com a edição da Lei nº 11.638/07 e da Medida Provisória nº 449/08, convertida na Lei nº 11.941/09, estarem implementadas, o que possibilita uma padronização das contas contábeis a partir do último trimestre de 2010. Contudo, como um dos indicadores utilizados serão os valores para *Free Float* (percentual de ações de uma companhia livres à negociação no mercado), os quais estão disponíveis apenas a partir do primeiro trimestre de 2013, o tempo amostral para as informações das empresas ficarão restritos ao primeiro trimestre de 2013 até o quarto trimestre de 2018, isto é, vinte e quatro trimestres.

3.6 Quanto à Natureza dos Objetivos Metodológicos (Quanto aos fins)

Entre os diferentes tratamentos associados às abordagens, pode-se verificar o tipo fundamental de causalidade como sendo explicativa:

A causalidade explicativa é “externa”, segundo o modelo fisicalista, entre variáveis e fenômenos. A explicação busca encontrar invariantes nomológicas ou leis estocásticas [...]. As abordagens metodológicas convencionais fundam-se na causalidade de natureza explicativa. Tais metodologias se negam a aceitar outra realidade fora dos dados empíricos dos fatos objetivos, das consequências observáveis. Seu esquema básico

realiza operações segundo as regras e leis da demonstração lógica. A explicação dos fatos se dá pelos condicionantes e os antecedentes que os geram. (MARTINS; THEÓPHILO, 2016, p. 12).

Sendo assim, quanto aos fins este estudo pode ser classificado como predominantemente explicativo. A pesquisa explicativa visa esclarecer quais fatores contribuem, em algum nível, para a ocorrência de determinado fenômeno, tendo como principal objetivo tornar algo inteligível e compreender os motivos (ANDRADE, 2009; VERGARA, 2008).

3.7 Quanto ao Método

Quanto ao Método, a pesquisa é classificada como não-experimental, visto que o fenômeno pesquisado é considerado em seu estado natural (BERTASSI, 2016). Segundo Saccol (2009, p. 254), as escolhas de estratégias de pesquisa na área de Administração normalmente são fundamentadas em dois paradigmas: o positivismo, que está profundamente associado as pesquisas de natureza quantitativa, e o interpretativismo que está intimamente conexo com pesquisas de natureza qualitativa - “paradigmas são acima de tudo visões de mundo, e não métodos de pesquisa específicos”. Neste sentido, a pesquisa em foco pode ser considerada como Não-Experimental e Positivista.

3.8 Quanto ao Tipo de Amostragem

Quanto ao Tipo de Amostragem, a pesquisa buscou trabalhar com uma amostragem não-probabilística intencional. Como expressa Neder (2008, p. 11), “uma população (universo ou população objetivo) é o conjunto integral de indivíduos acerca dos quais a inferência será feita”.

Para atingir o objetivo geral da tese foi necessário realizar dois tipos de amostragem. Primeiramente, realizou-se o levantamento das referências bibliográficas sobre as temáticas em estudo nas bases de dados da *Web of Science* (WoS) e *Scopus*, as quais possibilitaram realizar as análises bibliométricas para explorar as tendências existentes em cada temática.

No segundo momento, para compor a amostra, foram consideradas inicialmente todas as empresas brasileiras de capital aberto, não financeiras, listadas na B3 (B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão) e que tinham dados completos para serem utilizados nos modelos.

A exclusão de empresas financeiras se justifica, segundo Zani (2013), em virtude de algumas peculiaridades, como por exemplo, o caixa que possui sua composição formada por depósitos dos próprios clientes, que tem a função de sustentar os saques desses mesmos clientes. Além da composição do seu endividamento (alavancagem), que pode gerar discrepância ao serem comparadas com outras empresas.

Este escopo de pesquisa se justifica pelo fato das demonstrações financeiras e relatórios dessas empresas estarem disponíveis para acesso aberto/público. No entanto, existiram empresas que não possuíam todas as informações necessárias disponíveis para realização dos modelos propostos, o que, inevitavelmente, acarretou em uma redução do número de empresas na amostra.

Os dados financeiros coletados têm características de corte transversal e de série de tempo, isto é, são dados em painel empilhado. O período de análise para os dados em Painel foi de 2013 até 2018, e as séries de tempo colhidas das demonstrações financeiras foram trimestrais (ao todo 24 trimestres), possibilitando um maior número de informações por empresa. Neste sentido, alguns indicadores possuem uma série temporal mais longa que outros, o que justifica a opção de utilizar indicadores de Governança Corporativa, tais como o percentual de *Free float On* e o percentual de *Free float Total*, os quais limitam a extensão temporal do estudo, pois os mesmos apenas estão disponíveis a partir de 2013.

O período escolhido apresenta algumas possíveis vantagens, como, por exemplo, harmonização contábil das Normas Internacionais de Contabilidade, que resultaram em mudanças importantes no ambiente da Contabilidade Societária Brasileira com a edição da Lei nº 11.638/07 e da Medida Provisória nº 449/08, convertida na Lei nº 11.941/09, estarem implementadas. Além da eliminação dos efeitos advindos da crise de 2008, que já devem ter sido amenizados.

Também foram colhidos dados não numéricos, tais como informações textuais dos Relatórios Estruturados por meio dos sites da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e da B3, que possibilitam evidenciar as características da amostra, contribuindo para melhor análise dos modelos que foram gerados nos trabalhos empíricos.

Para atendimento de todos os pressupostos, foram excluídas as observações das empresas no período em que as mesmas possuíam algum dado (observação) faltante. Esse critério fez com que o banco de dados se torna-se um painel desbalanceado, tendo em vista que não se possui, para cada unidade de corte transversal (indivíduo/empresa) ao longo do tempo, o mesmo número de observações. Para verificar quais as empresas se mantiveram na

amostra final e quais os seus respectivos períodos foram utilizados, pode-se acessar o APÊNDICE A.

Contabilizando as empresas com dados completos em ao menos um dos trimestres, a amostra possui 241 indivíduos/empresas. Após a coleta dos dados empíricos das empresas listadas e a realizado as exclusões, a amostra ficou distribuída conforme pode ser visualizado na Tabela 1.

Tabela 1 – Amostra da pesquisa por setores de atuação.

Setores	Empresas por setor	Trimestres por setor	Observações por setor
Agro e Pesca	4	95	12.160
Alimentos e Bebidas	11	242	30.976
Comércio	18	365	46.720
Construção	20	402	51.456
Eletroeletrônicos	4	90	11.520
Energia Elétrica	36	770	98.560
Máquinas Industriais	4	96	12.288
Mineração	2	37	4.736
Minerais não Metálicos	2	48	6.144
Outros	55	1.098	140.544
Papel e Celulose	4	71	9.088
Petróleo e Gás	8	159	20.352
Química	6	113	14.464
Siderurgia & Metalurgia	17	364	46.592
Software e Dados	4	96	12.288
Telecomunicações	3	69	8.832
Têxtil	17	371	47.488
Transporte Serviços	13	260	33.280
Veículos e Peças	13	257	32.896
Total Geral	241	5.003	640.384

Fonte: Dados da pesquisa.

De posse do banco de dados final, foram eliminados os *outliers* mais extremos, utilizando a técnica de *winsorização* conforme recomendado por Hastings Junior et al. (1947), Silveira, Barros e Famá (2006) e Logan (2011). Para detecção dos *outliers*, que são valores atípicos para cada variável, foi realizado o teste Bonferroni. De acordo com este teste, quando valor $p < 0,05$ há indícios de que a observação é um *outliers* contido na amostra (DEMÉTRIO; ZOCCHI, 2008).

Conforme Gabrielli (2018, p. 69) observações com *outliers* muito discrepantes dos demais valores da variável podem ser *winsorizados* em até 5% (2,5% em cada extremidade) para retirada dos *outliers*, pois os *outliers* podem “resultar em erros de estimações dos coeficientes nos modelos econométricos”. Para o estudo, as variáveis que apresentaram valores muito atípicos, um procedimento de no máximo 1% para cada extremidade foi adotado.

3.9 Quanto às Técnicas de Coleta de Dados

A coleta de dados foi realizada em dois momentos, ambos por intermédio de fontes secundárias (QUADRO 7).

O primeiro passo foi a pesquisa bibliográfica, que buscou levantar o estado da arte das temáticas tratadas na tese. Para tanto, foram consultadas duas bases de dados para a pesquisa, *Web of Science* (WoS) e *Scopus*. O intuito foi abranger considerável número de estudos relevantes para que os resultados não sejam negligenciados durante a pesquisa bibliográfica. Para o gerenciamento das referências, resumos e arquivos (pdf) foi utilizado o *software* EndNote da *Thomson Reuters*. A pesquisa bibliográfica segundo Marconi e Lakatos (2005) tem a finalidade de propiciar ao pesquisador o contato direto com tudo o que já foi realizado sobre determinado assunto.

Na segunda parte foram utilizados Sistema de Informações, visando encontrar elementos textuais e informativos que auxiliem o atendimento dos objetivos em estudo, evidenciando as características da amostra e possibilitando melhor análise. A pesquisa documental foi realizada nas demonstrações financeiras anuais e nos Relatórios Estruturados, disponíveis na base de dados Economatica[®], no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e na B3 (S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão). Por isso, esta pesquisa ainda pode ser caracterizada como *ex-post facto*, tendo em vista que este tipo de pesquisa se refere a um fato já ocorrido (VERGARA, 2008).

O Quadro 7 resume as bases de dados e Sistema de Informações consultados para o levantamento das duas etapas de coleta de dados.

Quadro 7 – Bases de dados e Sistemas de Informações propostos para o estudo.

Bases de Dados		Dados para Coleta
Tópicos de Revisão de Literatura	<i>Web of Science</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Total de Periódicos Indexados: 12.331 • Período coberto: a partir de 1960 • Cobertura internacional e interdisciplinar • Publicações em todos os idiomas • Revistas revisadas por pares
	<i>Scopus</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Total de Periódicos Indexados: 19.809 • Período coberto: a partir de 1900 • Cobertura internacional e interdisciplinar • Publicações em todos os idiomas • Revistas revisadas por pares
Sistema de Informações		Dados para Coleta
Tópicos empíricos com dados financeiros	B3 (B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão) ²	<ul style="list-style-type: none"> • Setores e Subsetores das empresas • Fatos relevantes • Formulários de Referência • Formulário Cadastral
	Comissão de Valores Mobiliários (CVM) ³	<ul style="list-style-type: none"> • Registros do mercado de capitais • Legislação e regulamentação Informações Relevantes • Total de membros do conselho de administração • Total de membros independentes do conselho • Acordo de acionistas
	GetDFPData ⁴	<ul style="list-style-type: none"> • Total de acionistas • Total de membros no Conselho Administrativo (CA) • Membros do CA indicados pelo Controlador • Nacionalidade dos acionistas
	Economática [®]	<ul style="list-style-type: none"> • Demonstrações financeiras padronizadas • Cotações das ações • Setores e Subsetores de atividade (Classificação Economática) • Informações se a empresa emite ou não ADR's • Segmentos da B3 • Concentração de votos do controlador • Excesso de votos do controlador • Tipo do acionista controlador
Nota: GetDFPData trabalho divulgado por Perlin, Kirch e Vancin (2018).		

Fonte: Elaborado pelo autor.

A coleta de dados em duas frentes de pesquisa, por meio da pesquisa bibliográfica e coleta das demonstrações contábeis, busca proporcionar maiores conhecimento sobre os assuntos tratados.

2 B3. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm>, acessado em 15 de maio de 2019.

3 CVM. Disponível em: <<http://sistemas.cvm.gov.br/port/redir.asp?subpage=ciasabertas>>, acessado em 15 de maio de 2019.

4 GetDFPData trabalho divulgado por Perlin, Kirch e Vancin (2018). Disponível em: <<https://www.msperlin.com/shiny/GetDFPData/>>, acessado em 15 de maio de 2019.

3.9.1 As temáticas em estudo e seus Determinantes

Neste tópico optou-se por apresentar de forma unificada todos os indicadores econômico-financeiros que foram utilizados no estudo.

Busca-se apresentar os indicadores financeiros que poderão ser utilizados para representar as temáticas da Estrutura de Capital, da Estrutura de Propriedade e da Governança Corporativa (variáveis endógenas observadas). Também são especificados os indicadores financeiros que foram utilizados para representar os Determinantes (variáveis exógenas observadas) das respectivas temáticas.

O fato de ter mais de um indicador para representar cada Temática e cada Determinante, deve-se ao fato de que o agrupamento desses indicadores em grupos/construtos (por Temática ou Determinante) possibilitou a criação dos Construtos Reflexivos necessários para a realização dos modelos de Equações Estruturais. Além de ter proporcionado opções de escolha entre diversos indicadores para representar cada determinantes para os Tópicos 4.2, 4.4, 4.6 e 4.7, que tratam especificamente dos determinantes de cada temática.

Cada construto foi formado pelas suas respectivas variáveis especificadas na Tabela 2. Observa-se que, a princípio, foi definido o maior número de variáveis possíveis para compor cada construto, mas no decorrer dos testes algumas não compuseram o cálculo final dos construtos visando melhor acurácia dos modelos.

A Tabela 2 apresenta as variáveis endógenas e exógenas observadas, a possibilidade de agrupamento por Construtos, as siglas, fórmulas e as fontes referenciadas para cada indicador econômico-financeiro selecionado.

Observa-se, entretanto, que os critérios de cálculo adotados para cada indicador (variável) na pesquisa foram, em alguns casos, similares aos adotados em outros estudos anteriores que possuem a mesma natureza. A Tabela 2 traz, na referência de cada indicador, a fonte na qual pode se encontrar o cálculo exato de cada indicador ou uma fórmula similar.

Tabela 2 – Os construtos e os indicadores das teorias sobre Estrutura de Capital, Estrutura de Propriedade e Governança Corporativa. (continua)

Variáveis endógenas observadas				
Construtos	Sigla	Variáveis	Fórmula	Referências
Estrutura de Capital	<i>END_C_D</i>	Endividamento a valor contábil = Dívida bruta total / Ativo total Obs.: Dívida bruta total = Passivo Circulante + Passivo Não Circulante	$\frac{DT}{AT}$	
	<i>END_C_DF</i>	Endividamento financeiro a valor contábil = Dívida financeira bruta total / Ativo total Obs.: Dívida Financeira Bruta Total (passivos onerosos) = Total empréstimos e financiamentos CP + Total empréstimos e financiamentos LP Nos quais estão compreendidos: Financiamentos (CP e LP), Debêntures (CP e LP) e Arrendamentos Mercantis Financeiros (CP e LP)	$\frac{DFT}{AT}$	Baker e Wurgler (2002) e Albanez (2012)
	<i>END_C_CP</i>	Endividamento de curto prazo a valor contábil = Passivo circulante / Ativo total	$\frac{PC}{AT}$	Forte (2007) e Bastos e Nakamura (2009)
	<i>END_C_LP</i>	Endividamento de longo prazo a valor contábil = Passivo não circulante / Ativo total	$\frac{PNC}{AT}$	
	<i>END_M_D</i>	Endividamento sobre Ativo a Valor de Mercado = Dívida bruta total / (Ativo total - Patrimônio líquido + Valor de mercado das ações) Obs.: Dívida bruta total = Passivo Circulante + Passivo Não Circulante	$\frac{DT}{AT - PL + VMA}$	
	<i>END_M_DF</i>	Endividamento financeiro sobre Ativo a Valor de Mercado = Dívida financeira bruta total / (Ativo total - Patrimônio líquido + Valor de mercado das ações) Obs.: Dívida Financeira Bruta Total (passivos onerosos) = Total empréstimos e financiamentos CP + Total empréstimos e financiamentos LP Nos quais estão compreendidos: Financiamentos (CP e LP), Debêntures (CP e LP) e Arrendamentos Mercantis Financeiros (CP e LP)	$\frac{DFT}{AT - PL + VMA}$	Baker e Wurgler (2002) e Albanez (2012)
	<i>Ki</i>	Custo da dívida t = Despesa Financeira t / Dívida financeira bruta total $t-1$	$\frac{Des. Financ_t}{DFT_{t-1}}$	Sengupta (1998), Nardi e Nakao (2009), Lima (2009) e Assaf Neto (2012)

Fonte: Elaborado pelo autor com base nas pesquisas citadas na própria tabela. (continua)

Tabela 2 – Os construtos e os indicadores das teorias sobre Estrutura de Capital, Estrutura de Propriedade e Governança Corporativa. (continua)

Variáveis endógenas observadas				
Construtos	Sigla	Variáveis	Fórmula	Referências
Estrutura de Propriedade (Ownership Structure - OWN)	CON	Direito de controle = Percentual de ações ordinárias em posse do(s) acionista(s) controlador(es) (testes para o 1º, os 3 e os 5 maiores acionistas)	% ações ON	Silveira (2004), Silveira e Barros (2008), Okimura, Silveira e Rocha (2007), Zhang et al. (2016) e Andrade et al. (2016)
	PROP	Direito sobre o fluxo de caixa = Percentual do total de ações em posse do(s) acionista(s) controlador(es) (testes para o 1º, os 3 e os 5 maiores acionistas)	% ações ON e PN	Silveira (2004), Okimura, Silveira e Rocha (2007) e Silveira e Barros (2008)
	DIF	Diferença entre direito de controle e direitos sobre o fluxo de caixa (DIF) (testes para o 1º, os 3 e os 5 maiores acionistas)	DIF = CON – PROP	Claessens et al. (2002), Silveira (2004), Silveira e Barros (2008) e Caixe (2012)
	EXC	Excesso de votos ou excesso do direito de voto (EXC) (testes para o 1º, os 3 e os 5 maiores acionistas)	$EXC = \left(\frac{CON}{PROP} - 1 \right) * 100$	Okimura, Silveira e Rocha (2007), Cronqvist e Nilsson (2003) e Andrade et al. (2016)
	LPROP	Logaritmo do índice de Concentração; Concentração (PROP) = soma da parcela de ações detidas pelos maiores investidores (normalmente os 5 maiores)	$ln = \frac{\%concentração}{100 - \%concentração}$	Demsetz e Lehn (1985), Okimura, Silveira e Rocha (2007), Caixe (2012) e Prazeres (2018)
	Vot4	Percentual de ações ordinárias em posse do grupo controlador, com exceção das ações em posse do maior acionista	(Con5-Con1)	Andrade et al. (2016) e Andrade, Bressan e Iquiapaza (2017)
	Prop4	Percentual de direitos de fluxo de caixa em posse do grupo controlador, com exceção das ações em posse do maior acionista	(Prop5-Prop1)	
	EST.Prop	O atributo de propriedade da corporação = Percentual do total de ações em posse de instituições estatais	% ações ON e PN	Baseados em: Zhang et al. (2016) e Hapsoro e Fadhilla (2017)
	EST.Cont	O atributo de propriedade da corporação. = Percentual de ações ordinárias em posse de instituições estatais	% ações ON	
	Dual	Variável binária igual a (1), se existe emissão de duas classes de ações e (0), caso contrário	Dummy (0=uma classes; 1= duas classes)	Andrade et al. (2016) e Andrade, Bressan e Iquiapaza (2017)
	AA	Variável binária igual a (1), se existe acordo de acionistas no ano e (0), caso contrário	Dummy (0= não existe acordo; 1= existe acordo)	Theiss e Beuren (2014), Andrade et al. (2016) e Andrade, Bressan e Iquiapaza (2017)
AAT	Variável binária igual a (1), se a empresa realizou algum acordo de acionistas nos últimos 20 anos e (0), caso contrário	Dummy (0= não existe acordo; 1= existe algum acordo)		

Fonte: Elaborado pelo autor com base nas pesquisas citadas na própria tabela. (continua)

Tabela 2 – Os construtos e os indicadores das teorias sobre Estrutura de Capital, Estrutura de Propriedade e Governança Corporativa. (continua)

Variáveis endógenas observadas				
Construtos	Sigla	Variáveis	Fórmula	Referências
Estrutura de Propriedade (Ownership Structure - OWN)	PE.Cont	Controle estrangeiro = o controle empresarial é exercido por uma pessoa ou instituição estrangeira (Acionista controlador ou grupo de acionistas, que detém direitos a maioria dos votos (ações ON) nas deliberações da assembleia geral de acionistas e também o poder de eleger a maioria dos membros do conselho de administração, impactando nas políticas da Companhia)	Dummy (0 = sem controle estrangeiro; 1 = controle estrangeiro)	Baseados em: Hapsoro e Fadhilla (2017) e Theiss e Beuren (2014)
	PPE.Cont	Proporção de Controle estrangeiro = o controle empresarial é exercido por uma pessoa ou instituição estrangeira (Acionista controlador ou grupo de acionistas, que detém direitos a maioria dos votos (ações ON) nas deliberações da assembleia geral de acionistas e também o poder de eleger a maioria dos membros do conselho de administração, impactando nas políticas da Companhia)	% Ações ON com controle empresarial estrangeiro	
	PPET	Proporção de propriedade estrangeira total= proporção de ações ordinárias e preferenciais detidas por uma pessoa ou instituição estrangeira	%Ações ON + %Ações PN	
	PPE	Proporção de propriedade estrangeira = proporção de ações ordinárias detidas por uma pessoa ou instituição estrangeira	$\frac{\text{Ações ON em posse de estrangeiros}}{\text{Ações ON total}} * 100$	
	PCFam	Proporção de controle familiar, quando o volume de ações ON pertencentes a pessoas físicas (PF) e maior ou igual que o percentual pertencente a pessoas jurídicas (PJ).	% de ações ON em posse de PF, se %PF >= %PJ	Baseados em: Villalonga e Amit (2006), Andrade (2015) e Ma, Ma e Tian (2017)
	CFam	Controle familiar, quando o volume de ações ON pertencentes a pessoas físicas (PF) e maior ou igual que o percentual pertencente a pessoas jurídicas (PJ)	Dummy (0 = sem controle familiar; 1 = controle familiar)	
	PFam	Proporção de controle familiar, referente ao volume de ações ON pertencentes a pessoas físicas (PF)	% de ações ON em posse de PF	
	PDFam	Proporção de controle familiar, referente ao volume de ações ON pertencentes a pessoas físicas (PF) em relação as ações ON de pessoas físicas e jurídicas disponíveis para consulta da B3.	% de ações ON em posse de PF = %PF/(%PF + %PJ)	
	Fam	Dummy da proporção de controle familiar, quando o volume de ações ON pertencentes a pessoas físicas (PF) é maior que 1%	Dummy (0 = sem controle familiar; 1 = controle familiar)	
	GesFam	Gestão Familiar = Quando um diretor ou um presidente ou o presidente do conselho de administração, possuem um membro por sangue (1º ou 2º grau por consanguinidade) ou casamento (1º ou 2º grau por afinidade) pertencente à família controladora, considerou-se a gestão da empresa como uma gestão familiar (no período em questão - ano)	Dummy (0 = sem gestão familiar; 1 = gestão familiar)	Baseados em: Villalonga e Amit (2006) e Lanzarin (2017)
	GesFamT	Gestão Familiar = Quando um diretor ou um presidente ou o presidente do conselho de administração, possuem um membro por sangue (1º ou 2º grau por consanguinidade) ou casamento (1º ou 2º grau por afinidade) pertencente à família controladora, considerou-se a gestão da empresa como uma gestão familiar (generalizado para a empresa em todos os períodos)	Dummy (0 = sem gestão familiar; 1 = gestão familiar)	

Fonte: Elaborado pelo autor com base nas pesquisas citadas na própria tabela. (continua)

Tabela 2 – Os construtos e os indicadores das teorias sobre Estrutura de Capital, Estrutura de Propriedade e Governança Corporativa. (continua)

Variáveis endógenas observadas				
Construtos	Sigla	Variáveis	Fórmula	Referências
Governança Corporativa	FFON	Percentual de <i>Free float On</i>	% FFON	Nascimento et al. (2018)
	FFT	Percentual de <i>Free float Total</i>	% FFT	Nascimento et al. (2018)
	TCA	Conselho de Administração possui o tamanho adequado ao recomendado pelo IBGC (2015) (“entre cinco e onze”)	Dummy (0= tamanho não é adequado; 1 = tamanho é adequado)	Silveira (2004), Silveira e Barros (2008), Mapurunga, Ponte e Oliveira (2015) e Nascimento et al. (2018)
	TCAQ	Variável referente ao tamanho do conselho de administração (Q = quantidade total de conselheiros)	TCAQ = 1, se Q < 5; TCAQ = 2, se 5 ≤ Q ≤ 11; e TCAQ = 3, se Q > 11	Andrade (2015)
	TCAIn	Log do número total de membros no conselho	Ln(número total de membros)	Dani, Pamplona e Cunha (2019)
	ExpCA	Expertise do Conselho de Administração Formulário de referência - item 12.6/8	Número de membros com graduação ou pós-graduação em Ciências Contábeis, Administração ou Economia.	Dani, Pamplona e Cunha (2019)
	Elec	Percentual de conselheiros indicado pelo acionista controlador.	% de Con. Indicados pelo controlador	Andrade et al. (2016) e Andrade, Bressan e Iquiapaza (2017)
	NDGC	A empresa está listada em Níveis Diferenciados de GC, como no segmento de Novo Mercado ou Nível 2	Dummy (0=não; 1=sim)	Mapurunga, Ponte e Oliveira (2015), Silva e Benedicto (2017) e Nascimento et al. (2018)
	TAOn	<i>Tag Along On</i> : A empresa possui direitos além do mínimo legal	Dummy (0=não; 1=sim)	Silveira (2004), Silveira e Barros (2008), Mapurunga, Ponte e Oliveira (2015) e Nascimento et al. (2018)
	CEOdu	<i>Dualidade</i> : Variável binária igual a 1 (um) se o CEO ocupar simultaneamente o cargo de presidente do conselho de administração e zero (0) caso contrário.	Dummy (0=não; 1=sim)	Silveira (2004), Silveira e Barros (2008), Mapurunga, Ponte e Oliveira (2015), Palhares (2018) e Andrade et al. (2016)

Fonte: Elaborado pelo autor com base nas pesquisas citadas na própria tabela. (continua)

Tabela 2 – Os construtos e os indicadores das teorias sobre Estrutura de Capital, Estrutura de Propriedade e Governança Corporativa. (continua)

Variáveis endógenas observadas				
Construtos	Sigla	Variáveis	Fórmula	Referências
Governança Corporativa	CEOb1	Variável binária igual a 1 (um) se o CEO ocupar simultaneamente algum cargo do conselho de administração como presidente do conselho ou como um membro regular, e zero (0) caso contrário. (<i>SizeBoard</i>).	Dummy (0=não; 1=sim)	Baseados em: Andrade et al. (2016) e Andrade, Bressan e Iquiapaza (2016)
	CEOb2	Variável binária igual a 1 (um) se o CEO ocupar simultaneamente algum cargo do conselho de administração como presidente do conselho, vice-presidente do conselho ou como um membro regular, e zero (0) caso contrário. (<i>SizeBoard</i>).	Dummy (0=não; 1=sim)	
	EADR	A empresa possui emissão de ADRs (<i>American Depositary Receipts</i>)	Dummy (0=não; 1=sim)	Klapper e Love (2004), Silveira, Perobelli e Barros (2008), Leão (2010) e Mapurunga, Ponte e Oliveira (2015)
	IS	Índices de Sustentabilidade: se possui ICO2 e/ou ISE	Dummy (0=não; 1=sim)	Baseados em: Bortecine e Ismail (2017)
	PGC	Proxy de Governança. Somatório das Dummy's de IGC / IGC-NM / ITAG / IGCT	IGC %	Nascimento et al. (2018)
Tangibilidade dos Ativos (colaterais)	Tang_1	(Estoque + Ativo imobilizado) / Ativo total	$\frac{Est. + AI}{AT}$	Titman e Wessels (1988), Perobelli e Famá (2002) e Bastos e Nakamura (2009)
	Tang_2	Ativo imobilizado / Ativo total	$\frac{AI}{AT}$	Canongia (2014), Mapurunga, Ponte e Oliveira (2015) e Cavalcanti et al. (2018)
	Tang_3	(Ativo Fixo [Investimentos + Imobilizado + Intangíveis Líquido]) / Ativo total	$\frac{AInv + AI + AD + AInt}{AT}$	Baseados em: Rajan e Zingales (1995) e Baker e Wurgler (2002)
Intangibilidade (Natureza da operação)	GI	Grau de intangibilidade: em que VdM = Valor de Mercado Total das Ações; e VC = Valor Contábil (Patrimônio Líquido Contábil)	$GI = \frac{VdM}{VC}$	Kayo e Famá, (2004), Carvalho, Kayo e Martin (2009)
	InTangM	Cotação (Preço) / VPA (Valor Patrimonial por Ação)	$\frac{P}{VPA}$	Albanez, Valle e Corrar (2012) e Albanez e Valle (2009)
	InTangC	Ativos intangíveis líquidos / Ativo total	$\frac{AInt}{AT}$	Baseados em: Titman e Wessels (1988), Shyam-Sunder e Myers (1999) e Perobelli e Famá (2002)

Fonte: Elaborado pelo autor com base nas pesquisas citadas na própria tabela. (continua)

Tabela 2 – Os construtos e os indicadores das teorias sobre Estrutura de Capital, Estrutura de Propriedade e Governança Corporativa. (continua)

Variáveis exógenas observadas				
Construtos	Sigla	Variáveis	Fórmula	Referências
Singularidade dos Ativos	<i>Sing1</i>	Despesas com vendas / Receita operacional líquidas	$\frac{DV}{RB}$	Titman e Wessels (1988), Perobelli e Famá (2002), Canongia (2014) e Rocha (2014) Silveira, Perobelli e Barros (2008)
	<i>Sing2</i>	Proxy para P&D = Percentual médio de Receita operacional líquidas gastos com Pesquisa e Desenvolvimento (P&D) por setor de atuação multiplicado pela Receita operacional líquidas de cada empresa do respectivo setor.	%P&D do setor * R	Baseado em: Hungarato e Sanches (2006) e Hungarato (2008)
	<i>Sing3</i>	Taxa de rotatividade dos empregados nas firmas	TR	Titman e Wessels (1988) e Rocha (2014)
Rentabilidade do Ativo ou Desempenho Financeiro	<i>ROA</i>	Rentabilidade do Ativo (ROA) = relação Lucro líquido / Ativo total (médio)	$\frac{LL}{AT} * 100$	Rajan e Zingales (1995), Baker e Wurgler (2002), Bastos e Nakamura (2009) e Vallandro (2009)
	<i>ROAOP</i>	Rentabilidade operacional do ativo (ROAOP) = relação Lucro operacional (EBIT) / Ativo total (médio)	$\frac{LOp}{AT}$	Nakamura, Martin e Kimura (2004) e Grzebieluckasa et al. (2008)
	<i>ROE</i>	Retorno sobre Patrimônio (ROE) = relação Lucro líquido / Patrimônio líquido(médio)	$\frac{LL}{PL}$	Grzebieluckasa et al. (2008), Petacchi (2015) e Mapurunga, Ponte e Oliveira (2015)
	<i>EBTIDA1</i>	EBTIDA: Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização (Lajida) sobre patrimônio líquido	$\frac{EBTIDA}{PL}$	Tavares e Penedo (2018)
	<i>EBTIDA2</i>	EBTIDA sobre Ativo total	$\frac{EBTIDA}{AT}$	Rajan e Zingales (1995), Perobelli e Famá (2002), Colman (2014), Tavares e Penedo (2018) e Cavalcanti et al. (2018)
	<i>MARG</i>	Margem (Lucro Líquido / Receita operacional líquida)	$\frac{LL}{VL}$	Canongia (2014)
	<i>TURN</i>	Giro (Receita operacional líquidas / Ativo total)	$\frac{VL}{AT}$	Canongia (2014) e Nascimento et al. (2018)

Fonte: Elaborado pelo autor com base nas pesquisas citadas na própria tabela. (continua)

Tabela 2 – Os construtos e os indicadores das teorias sobre Estrutura de Capital, Estrutura de Propriedade e Governança Corporativa. (continua)

Variáveis exógenas observadas				
Construtos	Sigla	Variáveis	Fórmula	Referências
Oportunidade de Crescimento	<i>Cresc_1</i>	(Receita operacional líquida t – Receita operacional líquida t-1) / Receita operacional líquida t-1	$\frac{RL_t - RL_{t-1}}{RL_{t-1}}$	Forte (2007), Nakamura et al. (2007) e Bastos e Nakamura (2009)
	<i>Cresc_2</i>	(Receita operacional líquida t – Receita operacional líquida t-1) / Ativo no período t	$\frac{RL_t - RL_{t-1}}{AT_t}$	Mapurunga, Ponte e Oliveira (2015)
	<i>Cresc_3</i>	(Ativo no período t – Ativo no período t-1) / Ativo no período t-1	$\frac{Ativo_t - Ativo_{t-1}}{Ativo_{t-1}}$	Forte (2007) Colman (2014) e Perobelli e Famá (2002)
	<i>MB_1</i>	<i>Market-to-book</i> = (Ativo total - Patrimônio líquido + Valor de mercado das ações) / Ativo total	$\frac{AT - PL + VMA}{AT}$	Gomes e Leal (2001), Baker e Wurgler (2002), Albanez (2012) e Rocha (2014)
	<i>MB_2</i>	<i>Market-to-book</i> = (Valor contábil do patrimônio líquido) / (Valor de mercado das ações)	$\frac{VCPL}{VMPL}$	Cavalcanti et al. (2018)
Tamanho da Empresa	<i>Tam_V</i>	Logaritmo das Receita operacional líquida	Ln(V)	Rajan e Zingales (1995), Gomes e Leal (2001), Baker e Wurgler (2002), Silveira (2004) e Nakamura et al. (2007)
	<i>Tam_PL</i>	Logaritmo do Patrimônio líquido	Ln(PL)	Perobelli e Famá (2002)
	<i>Tam_AT</i>	Logaritmo do Ativo total	Ln(AT)	Titman e Wessels (1988), Mapurunga, Ponte e Oliveira (2015) e Cavalcanti et al. (2018)

Fonte: Elaborado pelo autor com base nas pesquisas citadas na própria tabela. (continua)

Tabela 2 – Os construtos e os indicadores das teorias sobre Estrutura de Capital, Estrutura de Propriedade e Governança Corporativa. (continua)

Variáveis exógenas observadas				
Construtos	Sigla	Variável	Fórmula	Referências
Risco do Negócio	<i>Risc_1</i>	Desvio-padrão do ROA	$\sigma (ROA)$	Gomes e Leal (2001) e Vallandro (2009)
	<i>Risc_2</i>	Desvio-padrão do ROAOP	$\sigma (ROAOP)$	Titman e Wessels (1988) e Perobelli e Famá (2002)
	<i>Risc_3</i>	Desvio-padrão do ROE	$\sigma (ROE)$	Chang, Lee e Lee (2009)
	<i>Risc_4</i>	Desvio Padrão da Variação Percentual do Lucro Operacional	$\sigma \left(\frac{EBIT_t - EBIT_{t-1}}{EBIT_{t-1}} \right)$	Chang, Lee, e Lee (2009)
	<i>Risc_5</i>	Desvio-padrão do EBITDA	$\sigma (EBITDA)$	Canongia (2014)
	<i>Z_Altman</i>	Z de Altman modificado = 3,3 * (EBIT / Ativo Total) + 1,0 (Receita operacional líquida / Ativo Total) + 1,4 * (Reserva de Lucros / Ativo Total) + 1,2 * (Ativo Circulante / Ativo Total)	$3,3 \cdot \left(\frac{EBIT}{AT} \right) + 1 \cdot \left(\frac{RL}{AT} \right) + 1,4 \cdot \left(\frac{RLuc.}{AT} \right) + 1,2 \cdot \left(\frac{AC}{AT} \right)$	Kayo e Kimura (2011), Rocha (2014), Cavalcanti et al. (2018) e Sharif e Lai (2015)
Liquidez	<i>Liq_C</i>	Liquidez corrente: Ativo circulante / Passivo circulante	$\frac{AC}{PC}$	Forte (2007), Nakamura et al. (2007), Bastos e Nakamura (2009) e Vallandro (2009)
	<i>Liq_S</i>	Liquidez Seca: (Ativo circulante – Estoques – despesas pagas antecipadas) / Passivo circulante	$\frac{AC - Est - Des. Pag. Ant}{PC}$	Padoveze e Benedicto (2010) e Feng et al. (2017)
	<i>Liq_G</i>	Liquidez Geral: (Ativo circulante + Realizável a Longo Prazo) / (Passivo circulante + Passivo não Circulante)	$\frac{AC + RLP}{PC + PNC}$	Padoveze e Benedicto (2010) e Canongia (2014)
	<i>Liq_I</i>	Liquidez Imediata = (Disponível e Aplicações Financeiras de Curto Prazo [Caixa e Equivalente de Caixa + Aplicações Financeiras]) / Passivo Circulante	$\frac{Dispon. e Aplic. Finan. CP}{PC}$	Padoveze e Benedicto (2010)
	<i>Disp.</i>	Disponibilidades = (Disponível e Aplicações Financeiras de Curto Prazo [Caixa e Equivalente de Caixa + Aplicações Financeiras]) / Ativo Total	$\frac{Dispon. e Aplic. Finan. CP}{AT}$	Albanez (2012) e Canongia (2014)

Fonte: Elaborado pelo autor com base nas pesquisas citadas na própria tabela. (continua)

Tabela 2 – Os construtos e os indicadores das teorias sobre Estrutura de Capital, Estrutura de Propriedade e Governança Corporativa. (continua)

Variáveis exógenas observadas				
Construtos	Sigla	Variável	Fórmula	Referências
Benefícios fiscais não gerados pelo endividamento (Nontax Shields ¹)	NDTS_1	Escudo fiscal = (Depreciação + Amortização + <i>Exaustão</i>) / Receita operacional líquida	$\frac{D + \text{Amort.} + \text{Ex.}}{RL}$	Baseado em: Aggarwal e Kyaw (2010)
	NDTS_2	Escudo fiscal = (Depreciação + Amortização + <i>Exaustão</i>) / Ativo Total	$\frac{D + \text{Amort.} + \text{Ex.}}{AT}$	Perobelli e Famá (2002) e Avelar et al. (2017) Bradley, Jarrell e Kim (1984) e Colman (2014)
	ITC	Impostos a recuperar / Ativo total (Investment tax credits - ITC)	$\frac{\text{Imp. a Rec.}}{AT}$	Lee e Tai (2015) e Chang, Lee e Lee (2009)
Efeitos Fiscais (Nível de Tax Shields)	FISC	Medido pela razão entre o LAIR (lucro antes do imposto de renda) e as Receita operacional líquida.	$\frac{\text{LAIR}}{RL}$	Harris e Raviv (1991), Shyam-Sundars e Myers (1999) e Canongia (2014)
Valor de Mercado	VM	Logaritmo Natural (LN) do Valor de Mercado	Log(VM)	Chen e Chen (2011), Cruz, Cherobim e Espejo (2011) e Nascimento et al. (2018)
	MPR	Retorno de preço de mercado (<i>Market price return</i>) = Valor de mercado da ação / lucro por ação (LPA)	$\frac{VM \text{ da ação}}{LPA}$	Padoveze e Benedicto (2010) e Gerum, Mölls e Shen (2018)
	EV	<i>Enterprise Value</i> = (valor de mercado + dívida total líquida + Part acionistas minorit) / Total de Ativos	$\frac{EV}{AT}$	Börsch-Supan e Köke (2002), Caixe (2012), Caixe e Krauter (2013), Myint, Lupi e Tsomocos (2018) e Jiang e Zhang (2018)
	QT	Q de Tobin. q = o valor aproximado do q de Tobin; VMao = valor de mercado das ações ordinárias; VCap = valor de mercado das ações preferenciais; DIVT = valor contábil do Passivo Exigível (Circulante + Não Circulante) menos o Ativo Circulante após a exclusão dos Estoques; AT = valor contábil do ativo total.	$q = \frac{VMao + VMap + DIVT}{AT}$ $DIVT = (PC + PNC) - (AC - E)$	Chung e Pruitt (1994), Fama e Barros (2000), Caixe e Krauter (2013), Okimura, Silveira e Rocha (2007) e Tavares e Penedo (2018)

¹ Nontax Shields podem ser, benefícios não fiscais provenientes da amortização e/ou depreciação (Canongia, 2014). Obs: NDTS = *Non-debt tax shields*.

Fonte: Elaborado pelo autor com base nas pesquisas citadas na própria tabela. (continua)

Tabela 2 – Os construtos e os indicadores das teorias sobre Estrutura de Capital, Estrutura de Propriedade e Governança Corporativa. (conclusão)

Variáveis exógenas observadas				
Construtos	Sigla	Variável	Fórmula	Referências
Índice de <i>Payout</i>	<i>PAYOUT</i>	Dividendo por ação / Lucro por ação	$\frac{Div. p \text{ Ação}}{LPA}$	Klapper e Love (2004), Silveira e Barros (2008), Silveira, Perobelli e Barros (2008) e Silveira (2004)
Tempo de existência (idade)	ID	Idade = Tempo de existência da empresa	Data da Fundação	Ariff, Ibrahim e Othman (2007), Almeida et al. (2010), Leão (2010) e Mapurunga, Ponte e Oliveira (2015)
	IDCVM	Idade = Tempo de registro na CVM	Data de registro na CVM	
Possibilidade de gasto pelo Gestor	NFCL	Nível do Fluxo de Caixa Livre = Fluxo de Caixa Livre / Receita Operacional Líquida $FCL_i = (EBIT_i - IR\&CS_i + DEP\&AMORT_i - CAPEX_i \pm \Delta CG_i)$ Sendo: EBIT _i = resultado antes do resultado financeiro e dos tributos da empresa i; IR&CS _i = imposto de renda e contribuição social sobre o lucro da empresa i; DEP&AMORT _i = depreciação e amortização da empresa i; CAPEX _i = despesas de capital (ou investimentos) em bens de capital da empresa i; ΔCG _i = variação no capital de giro da empresa i em relação ao ano anterior.	$NFCL = \left(\frac{FCL *}{REC} \right) \times 100\%$ $*FCL = (EBIT_i - IR\&CS_i + DEP\&AMORT_i - CAPEX_i \pm \Delta CG_i)$	Silveira e Barros (2008), Higgins (2014) e Bispo (2019)
	IK	Taxa de investimento da empresa = Investimentos / Ativo Imobilizado Taxa de investimento da empresa (IK): definida como o investimento em ativo fixo da empresa (investimento de capital ou <i>capital expenditures [capex]</i>) sobre seu ativo imobilizado bruto, ambos medidos em reais nominais ao final de cada exercício	$IK = \left(\frac{\text{investimento de capital}}{\text{ativo imobilizado bruto}} \right) \times 100\%$	Silveira (2004), Silveira, Barros e Famá (2008) e Caixe (2012)

Fonte: Elaborado pelo autor com base nas pesquisas citadas na própria tabela.

Ainda no que se refere à Tabela 2, observa-se que algumas das fórmulas sofreram alterações, seja por causa da nomenclatura diferente utilizada por cada autor, seja em virtude das mudanças ocorridas pela harmonização contábil das Normas Internacionais de Contabilidade (ver: Lei nº 11.638/07; Medida Provisória nº 449/08; Lei nº 11.941/09).

No que se refere a operacionalização dos indicadores, em sua grande maioria foram utilizadas contas do Balanço Patrimonial (BP) e da Demonstração do Resultado do Exercício (DRE). Para os indicadores calculados a partir destas demonstrações, por meio da Tabela 2 é possível reproduzir todos sem maiores detalhes. Entretanto, alguns grupos de indicadores, principalmente vinculados a Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade, precisam de um maior detalhamento para que se compreenda exatamente o que se está mensurando com cada indicador.

Buscando melhor elucidar a operacionalização de alguns indicadores, foi elaborado a Tabela 3, que traz algumas informações extras que auxiliam a compreender algumas construções.

Tabela 3 – Operacionalização das variáveis. (continua).

VARIÁVEL	INFORMAÇÕES: B3, CVM OU ECONOMATICA
Contas do Balanço	
Valor de mercado das ações	<ul style="list-style-type: none"> – Quantidade ações (<i>outstanding</i>) – Preço unitário da ação (exceto dividendos)
Pesquisa e desenvolvimento (P&D)	<ul style="list-style-type: none"> – Demonstrações Financeiras Padronizadas - DFP – Relatório da Administração / Comentário do Desempenho – 3.3 Dedução da receita bruta
Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade	
Dual Classe	<ul style="list-style-type: none"> – Coletar por meio da quantidade total de ações em % tanto para ON e PN, se valor maior que zero para ambas as classes no período t, a empresa possui duas classes, caso contrário não (valor maior que zero apenas para ON).
Propriedade Estrangeira	<ul style="list-style-type: none"> – Formulário de Referência: – Ver itens: 15 Controle e Grupo Econômico -> 15.1/15.2 - Posição acionária: <ul style="list-style-type: none"> • Campos selecionados/consultados: Nacionalidade, UF e Acionista controlador.
Rotatividade dos empregados (Índice de Rotatividade)	<ul style="list-style-type: none"> – Formulário de Referência – 14. Recursos Humanos – 14.1 Descrição dos Recursos Humanos (B)

Nota: Os números 3.3, 15, 14 e 14.1 se referem aos itens dentro do Formulário de Referência.

Fonte: Dados da pesquisa. (continua)

Tabela 3 – Operacionalização das variáveis. (continua)

VARIÁVEL	INFORMAÇÕES: B3, CVM OU ECONOMATICA
Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade	
Códigos dos Membros do Conselho de Administração (Management Council: 2 - Pertence apenas ao Conselho de Administração; Counselor: 3 - Pertence à Diretoria e ao Conselho de Administração)	<p>– Para definição dos membros do Conselho de Administração foram utilizados os códigos de trabalho de 20 até 39 referentes as seguintes descrições:</p> <ul style="list-style-type: none"> • 20 - Presidente do Conselho de Administração • 21 - Vice Presidente Cons. de Administração • 22 - Conselho de Administração (Efetivo) • 23 - Conselho de Administração (Suplente) • 24 - Presidente do Conselho de Administração Independente • 25 - Vice Presidente Cons. de Administração Independente • 27 - Conselho de Adm. Independente (Efetivo) • 28 - Conselho de Adm. Independente (Suplente) • 29 - Outros Conselheiros • 30 - Presidente do C.A. e Diretor Presidente • 31 - Vice Pres. C.A. e Diretor Presidente • 32 - Vice Pres. C.A. e Vice Dir. Presidente • 33 - Conselheiro(Efetivo) e Dir. Presidente • 34 - Conselheiro(Efetivo) e Dir. Vice Pres. • 35 - Conselheiro(Efetivo) e Dir. Rel. Invest. • 36 - Conselheiro(Suplente) e Dir. Presidente • 37 - Conselheiro(Suplente) e Dir. Vice Pres. • 38 - Conselheiro(Suplente)/ Dir. Rel. Invest. • 39 - Outros Conselheiros / Diretores <p>Fonte: (CVM, 2019)</p>
TCA	<p>– O número total de membros do Conselho de Administração pode ser obtido em: Formulário de Referência:</p> <p>– Ver itens: 13 Remuneração dos Administradores -> 13.2 - Remuneração total do conselho de administração, diretoria estatutária e conselho fiscal.</p> <p>– Tamanho do Conselho de Administração (que constam):</p> <ul style="list-style-type: none"> • 20 - Presidente do Conselho de Administração • 22 - Conselho de Administração (Efetivo) • 24 - Presidente do Conselho de Administração Independente • 27 - Conselho de Adm. Independente (Efetivo) • 29 - Outros Conselheiros • 30 - Presidente do C.A. e Diretor Presidente • 33 - Conselheiro(Efetivo) e Dir. Presidente • 34 - Conselheiro(Efetivo) e Dir. Vice Pres. • 35 - Conselheiro(Efetivo) e Dir. Rel. Invest. • 39 - Outros Conselheiros / Diretores
ExpCA	<p>– Expertise do Conselho de Administração</p> <p>– Formulário de Referência:</p> <p>– Ver itens: 12 Assembleia e Administração -> 12.5/6 – Composição e experiência do prof. da adm. e do CF.</p> <p>– Profissão (que constam):</p> <ul style="list-style-type: none"> • Membros com graduação ou pós-graduação em Ciências Contábeis, Administração ou Economia.

Nota: CF: Conselho Fiscal.

Fonte: Dados da pesquisa. (continua)

Tabela 3 – Operacionalização das variáveis. (continua)

VARIÁVEL	INFORMAÇÕES: B3, CVM OU ECONOMATICA
Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade	
Elec	<ul style="list-style-type: none"> – Formulário de Referência: – Ver itens: 12 Assembleia e Administração -> 12.5/6 – Composição e experiência do prof. da adm. e do CF. – Percentual de conselheiros indicado pelo acionista controlador: <ul style="list-style-type: none"> • TCA %: Foi eleito pelo controlador = SIM
CEOdu	<ul style="list-style-type: none"> – Formulário de Referência: – Ver itens: 12 Assembleia e Administração -> 12.5/6 – Composição e experiência do prof. da adm. e do CF. – Cargo eletivo ocupado: <ul style="list-style-type: none"> • 30 - Presidente do C.A. e Diretor Presidente
CEOb1	<ul style="list-style-type: none"> – Formulário de Referência: – Ver itens: 12 Assembleia e Administração -> 12.5/6 – Composição e experiência do prof. da adm. e do CF. – Cargo eletivo ocupado: <ul style="list-style-type: none"> • 30 - Presidente do C.A. e Diretor Presidente • 33 - Conselheiro(Efetivo) e Dir. Presidente
CEOb2	<ul style="list-style-type: none"> – Formulário de Referência: – Ver itens: 12 Assembleia e Administração -> 12.5/6 – Composição e experiência do prof. da adm. e do CF. – Cargo eletivo ocupado: <ul style="list-style-type: none"> • 30 - Presidente do C.A. e Diretor Presidente • 31 - Vice Pres. C.A. e Diretor Presidente • 33 - Conselheiro(Efetivo) e Dir. Presidente
Acordo de Acionista (AA)	<ul style="list-style-type: none"> – Informações Relevantes -> Acordo de acionistas. – Fonte: CVM (Consulta de Documentos de Companhias Abertas) ou B3 (Empresas Listadas)
Gestão Familiar	<ul style="list-style-type: none"> – Formulário de Referência: – Ver itens: 12 Assembleia e Administração -> 12.9 – Relações Familiares. – Os seguintes relacionamentos foram considerados no levantamento: <ul style="list-style-type: none"> • 1 - Pai ou Mãe (1º grau por consanguinidade) • 2 - Irmão ou Irmã (1º grau por consanguinidade) • 3 - Filho ou Filha (1º grau por consanguinidade) • 4 - Avô ou Avó (2º grau por consanguinidade) • 5 - Marido ou Esposa (1º grau por afinidade) • 6 - Sogra ou Sogro (2º grau por afinidade) • 7 - Genro ou Nora (2º grau por afinidade) • 8 - Cunhado e Cunhada (2º grau por afinidade) • 9 - Padrasto e Madrasta (2º grau por afinidade) • 10 - Enteado e Enteada (2º grau por afinidade) • 11 - Marido ou Esposa (1º grau por afinidade) • 12 - União estável
Idade	<ul style="list-style-type: none"> – Formulário Cadastral: – Data De Constituição: Exemplo: 22/12/2003 – Data de Reg. na CVM: Exemplo: 18/01/2008

Nota: CF: Conselho Fiscal.

Fonte: Dados da pesquisa. (continua)

Tabela 3 – Operacionalização das variáveis. (conclusão)

VARIÁVEL	INFORMAÇÕES: B3, CVM OU ECONOMATICA	
Participação e Controle Estatal	Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade	
	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Investidores Diretos ✓ Tendo como base inicial o Boletim das Empresas Estatais Federais (SEST, 2019), ao todo 68 acionistas foram considerados para representar a propriedade Estatal. ✓ Nota: Os nomes dos acionistas da Participação e Controle Estatal, estão no formato que podem ser consultados na base de dados do economatca. – Grupos Tesouro Nacional: <ul style="list-style-type: none"> • Uniao Federal (Tesouro Nacional) – Grupos BNDES: <ul style="list-style-type: none"> • Bndespar - BNDES Participacoes SA • Banco Nacional de Desenvolvimento Economico e Social - BNDES • BNDES + FPS • BNDES/Outros • Fund A e Prev Social do BNDES/Fapes • BNDES - Banco Nac de Desenvol Economico e Social – Grupos Eletrobras: <ul style="list-style-type: none"> • Eletrobras - Centrais Eletricas Brasileiras S.A. – Grupos Petrobras: <ul style="list-style-type: none"> • Petrobras Quimica S/A Petroquisa • Petroleo Brasileiro S/A Petrobras – Grupos BB: <ul style="list-style-type: none"> • Banco do Brasil S.A. • BB Banco de Investimento S/A – Grupos Caixa: <ul style="list-style-type: none"> • Caixa Economica Federal – Fundos de Pensão: <table border="0" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="vertical-align: top; width: 50%;"> <ul style="list-style-type: none"> • Previ Cx Prev Funcs Bco Brasil • Petros Fundação Petrobras de Seguridade Social • Fund Seg Soc Embrapa Embrater/Ceres • Fund Embratel de Seg Social/Telos • Fundacao Vale do Rio Doce de Seg. Social – Valia • Fund Tel de Seguro Social/Sistel • Fnd Fundo Nacional de Desenvolvimento • Fundacao Bco.Central Prev.Priv. -Centrus • Valepar S.A. • FPS Fundo de Participacao Social • Fundo de Participacao Social do Fundo Pis Pasesp - FPS • Brasil Telecom Participacoes S.A. • Caixa Prev Func Banerj Previ • Caixa Prev Func BNB - Capef • Caixa FI Exclusivo I Mult • Fdo Garantidor Das Parcerias Público Priv • Docepar S/A </td> <td style="vertical-align: top; width: 50%;"> <ul style="list-style-type: none"> • Fundacao Eletrobras de Seguridade Social Eletros • Fundacao Petrobras de Seguridade Social-Petros • Mercatto Piaui Facepi Mult FI • Fun A e Prev Social do BNDES/Fapes • Funcef-Fundacao Economiarios Federais • Chesf - Cia hidreletrica do Sao Francisco • Instituto Geiprev de Seguridade Social • Inst. Infraero de Seg. Social- Infraprev • Real Grandeza/Fund de Prev e A Soc • Instituto Seguridade Social/Portus • Postalís Inst. Seguridade Social dos Correios e Telegraf. • Previ Cx Prev Funcs Bco Brasil • Caixa Previd Funcionarios do Banco do Brasil S/A • Caixa Previd dos Funcionarios do Banco do Brasil S.A • Real Grandeza/Fun de Prev A e Soc </td> </tr> </table> – Estados: <ul style="list-style-type: none"> • Estado do Para; Estado de Goias; Estado do Ceara; Estado do Piaui; Estado do Parana; Estado do Maranhao; Estado do Tocantins; Estado de Pernambuco; Estado de Minas Gerais; Estado de Santa Catarina; Estado do Rio de Janeiro; Estado do Rio de Janeiro; Estado do Rio Grande do Sul; Estado do Rio Grande do Norte; Governo do Distrito Federal; Governo do Estado de Sergipe; Governo do Estado de Sao Paulo; Governo do Estado do Espirito Santo; Governo do Estado do Rio de Janeiro; Sec de Est da Faz de Santa Catarina; Sec de Est de Faz do Distrito Federal. 	<ul style="list-style-type: none"> • Previ Cx Prev Funcs Bco Brasil • Petros Fundação Petrobras de Seguridade Social • Fund Seg Soc Embrapa Embrater/Ceres • Fund Embratel de Seg Social/Telos • Fundacao Vale do Rio Doce de Seg. Social – Valia • Fund Tel de Seguro Social/Sistel • Fnd Fundo Nacional de Desenvolvimento • Fundacao Bco.Central Prev.Priv. -Centrus • Valepar S.A. • FPS Fundo de Participacao Social • Fundo de Participacao Social do Fundo Pis Pasesp - FPS • Brasil Telecom Participacoes S.A. • Caixa Prev Func Banerj Previ • Caixa Prev Func BNB - Capef • Caixa FI Exclusivo I Mult • Fdo Garantidor Das Parcerias Público Priv • Docepar S/A
<ul style="list-style-type: none"> • Previ Cx Prev Funcs Bco Brasil • Petros Fundação Petrobras de Seguridade Social • Fund Seg Soc Embrapa Embrater/Ceres • Fund Embratel de Seg Social/Telos • Fundacao Vale do Rio Doce de Seg. Social – Valia • Fund Tel de Seguro Social/Sistel • Fnd Fundo Nacional de Desenvolvimento • Fundacao Bco.Central Prev.Priv. -Centrus • Valepar S.A. • FPS Fundo de Participacao Social • Fundo de Participacao Social do Fundo Pis Pasesp - FPS • Brasil Telecom Participacoes S.A. • Caixa Prev Func Banerj Previ • Caixa Prev Func BNB - Capef • Caixa FI Exclusivo I Mult • Fdo Garantidor Das Parcerias Público Priv • Docepar S/A 	<ul style="list-style-type: none"> • Fundacao Eletrobras de Seguridade Social Eletros • Fundacao Petrobras de Seguridade Social-Petros • Mercatto Piaui Facepi Mult FI • Fun A e Prev Social do BNDES/Fapes • Funcef-Fundacao Economiarios Federais • Chesf - Cia hidreletrica do Sao Francisco • Instituto Geiprev de Seguridade Social • Inst. Infraero de Seg. Social- Infraprev • Real Grandeza/Fund de Prev e A Soc • Instituto Seguridade Social/Portus • Postalís Inst. Seguridade Social dos Correios e Telegraf. • Previ Cx Prev Funcs Bco Brasil • Caixa Previd Funcionarios do Banco do Brasil S/A • Caixa Previd dos Funcionarios do Banco do Brasil S.A • Real Grandeza/Fun de Prev A e Soc 	

Fonte: Dados da pesquisa.

3.10 Quanto às Técnicas de Análises de Dados (métodos de pesquisa)

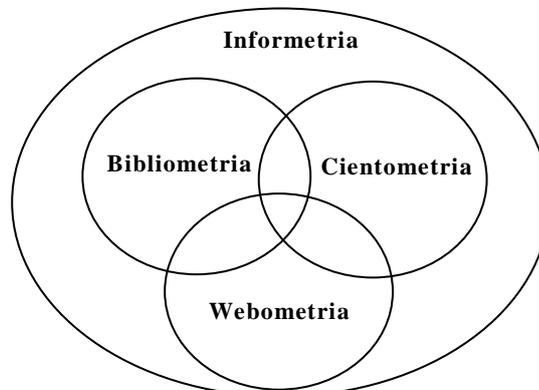
Busca-se, neste tópico, apresentar de forma específica os delineamentos metodológicos que foram utilizados para atingir os respectivos objetivos da pesquisa.

3.10.1 Tópicos de revisão de literatura

Este tópico apresenta as concepções utilizadas para as revisões de literatura que foram realizadas, assim como a definição das análises apresentadas dentro de uma gama de ferramentas.

O primeiro ponto importante é a compreensão das concepções de bibliometria que foram utilizadas para delimitar e direcionar todos os estudos de revisão. Como afirmam Bufrem e Prates (2005) e Vanti (2005), dentro de um contexto maior, como é o caso da Informetria que abrange todo o tipo de informação, pode-se separar os estudos de Webometria, Bibliometria e os de Cientometria, como pode ser visto na Figura 8.

Figura 8 – As interrelações entre os subcampos da Informetria.



Fonte: Adaptado de Vanti (2005, p. 81).

Segundo os autores, a Webometria busca avaliar toda a Web, o que inclui links, domínios, URLs, sítios, páginas web, motores de busca e os agrupamentos de sítios em clusters. Cientometria está focada em analisar áreas do conhecimento, cientistas de um mesmo campo de atuação, atividades científicas. Por outro lado, a Bibliometria busca analisar registros impressos, autores, citações, livros, artigos de revistas.

Para melhor compreensão dessas diferenças, Macias-Chapula (1998) e Vanti (2002) apresentam um quadro resumo que pode ser útil para pesquisadores definirem qual o tipo do método de pesquisa é o mais adequado (QUADRO 8).

Quadro 8 – Comparação das aplicações dos distintos métodos quantitativos.

Tipologia	Bibliometria	Cientometria	Informetria	Webometria
Objetos de estudo	Livros, documentos, revistas, artigos, autores, usuários.	Disciplinas, assuntos, áreas e campos científicos e tecnológicos. Patentes dissertações e teses	Palavras, documentos, bases de dados, comunicações informais (inclusive em âmbitos não científicos), <i>home pages</i> na <i>www</i>	Sítios na WWW (URL, título, tipo, domínio, tamanho e links), motores de busca
Variáveis	Número de empréstimos (circulação) e de citações, frequência de extensão de frases etc.	Fatores que diferenciam as subdisciplinas. Revistas, autores, documentos. Como os cientistas se comunicam.	Difere da cientometria no propósito das variáveis; por exemplo, medir a recuperação, a relevância, a renovação etc.	Número de páginas por sítio, nº de links por sítio, nº de links que remetem a um mesmo sítio, nº de sítios recuperados
Métodos	Ranking, frequência, distribuição	Análise de conjunto e de correspondência, concorrência de termos e expressões, palavras-chave etc.	Modelo vetor-espaço modelos booleanos de recuperação, modelos probabilísticos; linguagem de processamento, abordagens baseadas no conhecimento, tesauros.	Fator de Impacto da Web (FIW), densidade dos links, “citações”, estratégias de busca
Objetivos	Alocar recursos: pessoas, tempo, dinheiro etc.	Identificar domínios de interesse. Onde os assuntos estão concentrados. Compreender como e quanto os cientistas se comunicam.	Melhorar a eficiência da recuperação da informação, identificar estruturas e relações dentro dos diversos sistemas de informação.	Avaliar o sucesso de determinados sítios, detectar a presença de países, instituições e pesquisadores na rede e melhorar a eficiência dos motores de busca na recuperação das informações

Fonte: Adaptado de Macias-Chapula (1998, p. 135) e Vanti (2002, p. 160).

Dentro desta perspectiva, o estudo realizado foi uma análise bibliométrica. Dois conceitos tratados por Chen (2006) são fundamentais para a análise: o de *Research front* (frente de pesquisa), que consiste em agrupamentos transitórios - amostras - dos trabalhos mais citados de um campo científico, que se movem junto com o campo científico subjacente à medida que novos artigos substituem os artigos existentes, e o conceito de *Intellectual base* (base intelectual) de uma frente de pesquisa, que representa o vestígio das citações e cocitações na literatura científica, que evoluem como uma rede de publicações científicas citadas pelos conceitos da frente de pesquisa. Ambos os conceitos possibilitam verificar as origens e tendências emergentes dos padrões transitórios na literatura científica (CHEN, 2006).

Para tentar trabalhar esses conceitos de forma adequada para as temáticas em estudo (Estrutura de Capital, Estrutura de Propriedade e Governança Corporativa), foram utilizados os *softwares* de análise bibliométrica *CiteSpace* (CHEN, 2004, 2006), *CitNetExplorer 1.0.0* (VAN ECK; WALTMAN, 2014) e *Sci2 Tool - Science of Science* (TEAM, 2009), além do *software* para organizar as referências *EndNote (Free EndNote Trial)*.

A escolha dos *softwares* se justifica pelas opções existentes para exportação das buscas e por proporcionarem uma padronização no procedimento de coleta e análise dos dados. Vale ressaltar que *softwares* específicos para estudos bibliométricos permitem ao pesquisador lidar com um grande volume de informações, o que dificilmente seria alcançado utilizando outros procedimentos de análise (PINTO et al., 2014).

Entre a gama de análises oferecidas pelos *softwares* escolhidos, é possível destacar algumas características importantes do uso do *CiteSpace*: permite visualizar os pontos de virada intelectual dentro do campo; apresenta tendências emergentes por meio de *Citation Bursts*, padrões transitórios e surgimento de novos tópicos de pesquisa dentro do campo.

Ao contrário dos outros *softwares*, o *CitNetExplorer* é uma ferramenta para analisar e visualizar redes de citações diretas de publicações científicas e pode auxiliar no estudo sobre o desenvolvimento de um campo de pesquisa ou descrever a literatura sobre tópicos específicos.

O *software Sci2 Tool* permite análises temporais e geoespaciais, além de gerar redes para visualização de um conjunto de dados acadêmicos nos níveis micro (individual), meso (local) e macro (global), demonstrando a distribuição geográfica dos artigos mais relevantes. Considerando as especificidades, propõe-se a utilização de mais de um *software* para ampliar as análises e, em seguida, aumentar a capacidade de identificar as tendências de pesquisa.

Segundo Liu et al. (2014), a análise bibliométrica é uma ferramenta essencial e muito relevante para avaliação da produção científica, pois a mesma possibilita demonstrar a dinâmica e a trajetória do desenvolvimento de um campo científico no tempo.

Bibliometric studies aim to detect intellectual networks binding scholars to make some sense of and organize the extant literature [...] assess trends on a given subject or discipline, identify main theories and more productive scholars or institutions, or identify and map the intellectual structure of a discipline or area of study. (PINTO; SERRA; FERREIRA, 2014, p. 345).

Na busca de maior transparência para a construção das revisões, optou-se por adaptar o *framework* de pesquisa utilizado por Prado et al. (2016). Esse protocolo, como pode ser visto no Quadro 9, estabelece etapas a serem seguidas pelo pesquisador para planejamento,

organização e análise do estudo. Os procedimentos adotados a baixo foram os mesmos para todas as 3 revisões de literatura apresentadas nos Tópicos: 4.1 Revisão para Estrutura de Capital, 4.3 Revisão para Estrutura de Propriedade e 4.5 Revisão para Governança Corporativa.

Quadro 9 – Framework de pesquisa proposto para os tópicos de revisão.

Etapa	Procedimento	Descrição
1 ^a	Operacionalização da pesquisa	1.1 Definir o campo científico e teórico do trabalho
		1.2 Delimitar os objetivos do trabalho
		1.3 Escolha das bases científicas ou periódicos
2 ^a	Procedimentos de busca (filtros)	2.1 Definir os termos de busca para localizar as referências
		2.2 Definir os operadores booleanos para uma pesquisa avançada
		2.3 Definir outros filtros de busca para refinamento
3 ^a	Procedimentos de seleção (Banco de dados)	3.1 Download das referências para <i>software EndNote</i>
		3.2 Download das referências em formato planilha eletrônica
		3.3 Download das referências para os <i>softwares</i> Bibliométricos
		3.4 Organização das referências no <i>EndNote</i>
		3.5 Organização das matrizes de análise em planilha eletrônica
		3.6 Importação dos dados para os <i>softwares</i> de análise Bibliométrica
4 ^a	Adequação e organização dos dados	4.1 Eliminação dos artigos duplicados no banco de dados
		4.2 Eliminação de artigos por meio de leitura flutuante
		4.3 Eliminação por meio da análise da polissemia dos termos
5 ^a	Análise da Frente de Pesquisa (<i>Research front</i>)	5.1 Análise do volume das publicações e tendências temporais
		5.2 Análise dos periódicos que mais publicaram
		5.3 Análise de citações dos artigos selecionados
		5.4 Distribuição geográfica das publicações
		5.5 Análise de <i>Citation Bursts</i> das redes das palavras-chave
6 ^a	Análise da Base Intelectual (<i>Intellectual base</i>)	6.1 Análise da rede de citações dos artigos da amostra

Fonte: Adaptado de Prado et al. (2016).

Nessa perspectiva, as análises bibliométrica e cientométrica precisam ser ordenadas e desenvolvidas por métodos visivelmente claros e os estudos devem ser realizados por meio de um procedimento metodológico que possibilite sua reprodução a qualquer pesquisador.

Seguindo o *Framework* de pesquisa na **Etapa 1**, foi definido como tema para os trabalhos as respectivas temáticas que estão em foco nesta discussão, ou seja, a Estrutura de Capital, a Estrutura de Propriedade e a Governança Corporativa. Para as bases utilizadas selecionou-se a *Web of Science* e Scopus como proposto por Filser, Silva e Oliveira (2017). A

escolha destas bases se justifica pelo fato de que as duas juntas indexam um total de aproximadamente 29.961 periódicos, além de possuírem uma vasta cobertura de trabalhos internacionais e interdisciplinares.

Na **Etapa 2**, a definição dos procedimentos de busca foi realizada buscando minimizar a diferença entre as duas bases. Para isso optou-se por realizar as buscas somente no campo “Título do artigo”, tanto para a Scopus como para a WoS. Este filtro possibilita eliminar diversos trabalhos que não tratam efetivamente sobre o assunto.

O segundo filtro de seleção foi buscar apenas documentos do tipo “Artigo”. Esse filtro possibilita a padronização de todo o banco de dados e possibilita análises futuras e comparativas em diversos *softwares* bibliométricos, como *CiteSpace* (CHEN, 2004, 2006), *CitNetExplorer* 1.0.0 (VAN ECK; WALTMAN, 2014), *Sci2 Tool - Science of Science* (TEAM, 2009), além do *software* para organizar as referências, qual seja, EndNote (Free EndNote Trial).

Também foram utilizados alguns operadores booleanos como “OR” e “AND” para agregar os resultados de todos os termos, garantindo assim um maior número de artigos da respectiva temática. Também foi limitado o período até 2018 como último ano.

Para os delineamentos metodológicos a serem utilizados para atingir os respectivos objetivos da pesquisa utilizou-se os seguintes termos de busca (data das buscas: 03/2019):

Buscas para Estrutura de Capital:

Web of Science:

TI=(“*Capital Structure**”) AND **Tipos de documento:** (Article)

Scopus:

TITLE (“*Capital Structure**”) AND (*LIMIT-TO* (*DOCTYPE* , “*ar*”))

Buscas para Estrutura de Propriedade:

Web of Science:

TI=(“*ownership structure**”) AND **Tipos de documento:** (Article)

Scopus:

TITLE (“*ownership structure**”) AND (*LIMIT-TO* (*DOCTYPE* , “*ar*”))

Buscas para Governança Corporativa:

Web of Science:

TI=(“*corporate governance**”) AND **Tipos de documento:** (Article)

Scopus:

TITLE (“*corporate governance**”) AND (*LIMIT-TO* (*DOCTYPE* , “*ar*”))

Para a **Etapa 3**, no que se refere aos procedimentos de seleção e importação dos dados, optou-se por direcioná-los aos *softwares Microsoft Excel, CiteSpace* (Chen, 2004, 2006), *CitNetExplorer 1.0.0* (VAN ECK; WALTMAN, 2014), *Sci2 Tool - Science of Science* (TEAM, 2009), *Google Fusion Tables* e para organizar as referências o EndNote.

A **Etapa 4** serviu para a adequação e organização dos dados bibliográficos baixados. Para exclusão de trabalhos repetidos nas duas bases utilizou-se como critério a comparação de DOI, Título e ano e posteriormente, leitura flutuante da base de dados. Como será mostrado nos resultados as duas bases, possuem uma considerada sobreposição de artigos duplicados.

Para a **Etapa 5**, todas as análises foram de cunho bibliométrico, buscando o levantamento e a compressão dos respectivos campos de estudo das temáticas de Estrutura de Capital, Estrutura de Propriedade e Governança Corporativa. E para a **Etapa 6** analisou-se todas as referências citadas pelos artigos encontrados nas buscas para gerar uma rede de citações que permita visualizar os autores seminais de cada temática.

3.10.2 Análises com Modelagem de Equações Estruturais – SEM

Seguindo o trabalho seminal de Titman e Wessels (1988), pesquisadores da área de finanças continuaram a explorar o uso da modelagem de equações estruturais para finanças. Segundo Buck et al. (2003), após consultarem vários estudos, a modelagem de equações estruturais oferece uma visão mais aprofundada e abrangente dos fenômenos em estudo do que as técnicas tradicionais de regressão multivariada, para uma avaliação integrada de modelos.

Dentro desta perspectiva, pode-se destacar estudos, como o trabalho de Romano, Tanewski e Smyrnios (2001), que verifica os fatores que influenciam as decisões de estrutura de capital em empresas familiares.

Maquieira, Olavarrieta e Zutta (2007) analisaram os determinantes da estrutura de capital para empresas registradas na Bolsa de Valores de Santiago do Chile. Hu, Tam e Tan (2010) fornecem uma análise dos impactos independentes e interdependentes dos mecanismos internos de governança sobre o desempenho da empresa.

Zhang et al. (2016) compararam as relações da estrutura de propriedade e do desempenho corporativo. Hapsoro e Fadhilla (2017) encontraram indícios de que a Governança Corporativa reduz a assimetria de informação entre administração e investidores. Feng et al. (2017) investigaram os determinantes da estrutura de capital das empresas cotadas na bolsa de valores da China.

No Brasil, além da pesquisa de Perobelli e Famá (2002), que adapta o trabalho realizado por Titman e Wessels (1988) para o contexto brasileiro, pode-se citar os estudos de Forte (2007), que aborda os determinantes da estrutura de capital, o trabalho de Almeida (2014) sobre Estrutura de Capital e a Responsabilidade Social Corporativa, e o trabalho de Nascimento et al. (2018), que aborda uma maior gama de relacionamentos como governança corporativa, risco e endividamento.

Para Hair et al. (2009, 2013), Malhotra (2012) e Marôco (2014), a Modelagem de Equações Estruturais é uma técnica que possibilita uma modelagem abrangente, utilizada para testar a validade de modelos teóricos que determinam relações hipotéticas e causais entre construtos (variáveis latentes/conceitos não observáveis) – essa capacidade de representar conceitos não-observáveis em modelos complexos torna a Modelagem de Equações Estruturais uma ferramenta de análise multivariada de segunda geração.

Para o trabalho foi utilizado a Modelagem de Equações Estruturais por Mínimos Quadrados Parciais (*PLS-SEM – Partial Least Squares Structural Equation Modeling*). Tendo como pressupostos suas características para: primeiro lidar com amostras inferiores a 10 casos por parâmetro do modelo, como seria necessário para o uso de métodos de CB-SEM – *Covariance-based Structural Equation Modeling* (MARÔCO, 2014); segundo, lidar com conjuntos de dados que não apresentam normalidade o que pode ocorrer na amostra proposta; e terceiro, lidar com construtos formados por menos de três variáveis observáveis, como ocorre no modelo proposto (HAIR et al., 2013).

Complementando, Hair et al. (2013) afirmam que a PLS-SEM, para a análise dos dados, possui menos restrições que as técnicas de covariâncias (CB-SEM). Entretanto, apresentam o mesmo nível de confiança.

A opção pela técnica de PLS-SEM também se deve ao fato de que ela possibilita recursos de análise que atendem aos objetivos do trabalho. Como a análise de múltiplas variáveis dependentes e independentes e de suas relações de dependência e independência de forma simultânea, por meio de um conjunto de caminhos que podem ser pré-definidos. Para uma comparação entre as técnicas de CB-SEM e PLS-SEM e Regressão por MQO pode-se ver no Quadro 10, um resumo realizado por Nascimento e Macedo (2016).

Quadro 10 – Aspectos das técnicas de CB-SEM, PLS-SEM e Regressão MQO.

Crítérios	CB-SEM	PLS-SEM	Regressão MQO
Principais Softwares utilizados	LISREL, EQS, AMOS, Stata e MPLUS.	SmartPLS, PLSGraph, NEUSREL e WarpPLS.	SPSS, SAS, Excel, Stata e Minitab.
Objetivo da análise geral	Avaliar se a hipótese nula do modelo proposto é plausível, rejeitando hipóteses nulas de caminhos específicos sem efeito.	Rejeitar a hipótese nula de um conjunto de caminhos especificados.	Rejeitar a hipótese nula de um conjunto de relacionamentos especificados.
Objetivo da análise de variância	Modelo de ajuste global de acordo com os dados, representado por vários índices de ajuste.	Variância explicada (por exemplo, R^2 alto).	Variância explicada (por exemplo, R^2 alto).
Técnica de estimação	Máxima verossimilhança (ML) é o mais utilizado.	Mínimos Quadrados Ordinários.	Mínimos Quadrados Ordinários.
Tipo de maximização	Maximiza a reprodução da covariância entre as variáveis.	Maximiza a previsão dos escores brutos originais.	Maximiza a previsão dos escores brutos originais.
Especificação do construto	Suporta o uso de medidas reflexivas e formativas para os construtos.	Suporta o uso de medidas reflexivas e formativas para os construtos.	As medidas são agregadas usando uma escala, índice ou outros esquemas de ponderação.
Variáveis dependentes	Suporta múltiplas variáveis dependentes.	Suporta múltiplas variáveis dependentes.	Apenas uma variável dependente pode ser avaliada.
Teste de mediação	Variáveis mediadoras são testadas como parte do modelo abrangente.	Variáveis mediadoras são testadas como parte do modelo abrangente.	Processos multipassos separados para testar variáveis mediadoras (e.g., Baron & Kenny, 1986).
Pressupostos	Distribuição normal multivariada e observações independentes (paramétrico).	Não paramétrico.	Distribuição normal multivariada e observações independentes (paramétrico).
Fonte de dados	Dados primários.	Dados primários e secundários.	Dados primários e secundários.
Tamanho da amostra	Pequenas amostras podem não convergir, porém, grandes amostras podem introduzir vieses nas estatísticas de bondade do ajuste (<i>goodness-of-fit</i> statistics).	Grandes amostras não acarretam em vieses nas estatísticas.	Grandes amostras não acarretam em vieses nas estatísticas.

Fonte: Nascimento e Macedo (2016).

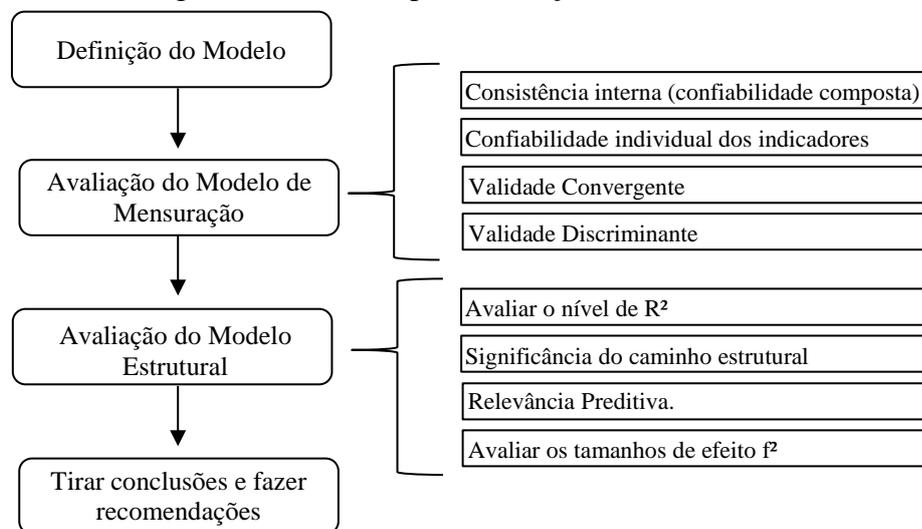
Para desenvolver a modelagem foi utilizado o *software* SmartPLS (RINGLE; WENDE; WILL, 2005), que, conforme Hair, Ringle e Sarstedt (2011), fornece parâmetros e estimativas que visam maximizar a variância explicada (valores de R^2) dos modelos analisados. Chin, Marcolin e Newsted (2003) complementam afirmando que a abordagem pela PLS-SEM estima os construtos como combinações lineares perfeitas das medidas em

observação, impedindo assim o problema da indeterminação, além de proporcionar uma definição exata dos escores dos componentes.

Entretanto, mesmo especificando qual o melhor modelo para a amostra é preciso verificar se o mesmo atende todos os pressupostos e não apresenta problemas econométricos que impossibilitem as análises.

Para execução dos procedimentos de avaliação do PLS-SEM normalmente utilizam-se duas etapas envolvendo avaliações distintas do modelo de mensuração e do modelo estrutural, mas de forma sequencial. A primeira etapa consiste em avaliar o modelo de mensuração, que especifica como examinar a confiabilidade e a validade das medidas dos construtos em termos das variáveis observadas. Caso as medidas sejam adequadas, a segunda etapa consiste em avaliar a especificação do modelo estrutural para as relações causais entre os construtos, ou seja, verificar as capacidades de previsão do modelo e as relações entre seus construtos (HAIR; RINGLE; SARSTEDT, 2011; MALHOTRA, 2012; HAIR et al., 2009, 2013). Os procedimentos de avaliação do PLS-SEM podem ser melhor visualizados na Figura 9.

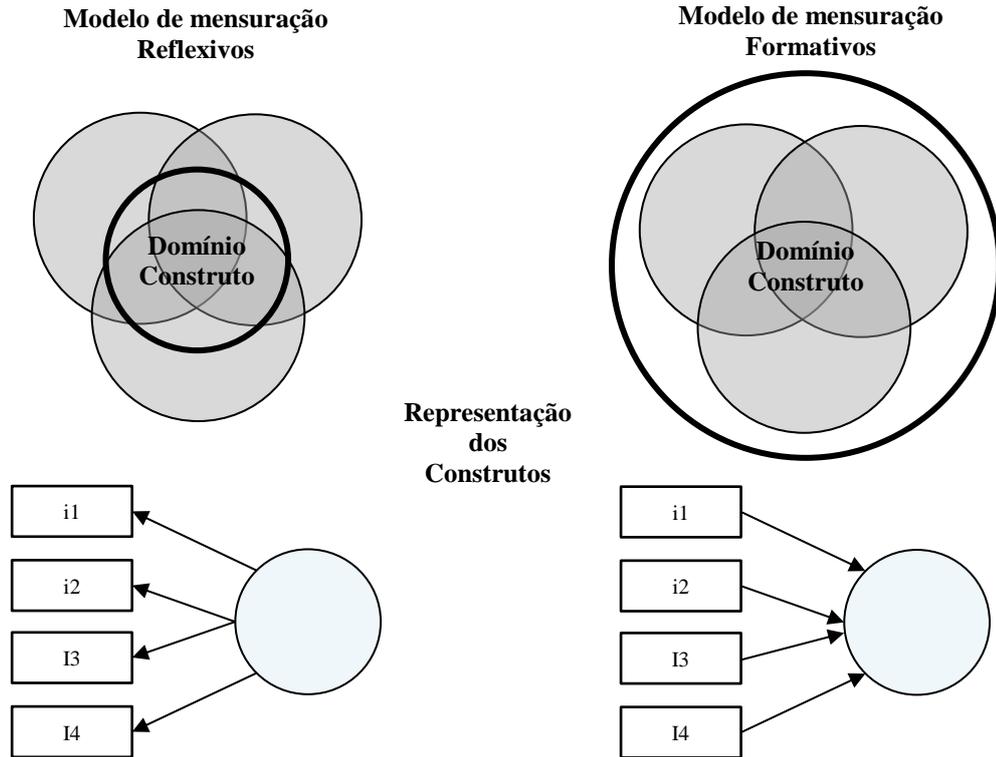
Figura 9 – Processo para avaliação do PLS-SEM.



Fonte: Adaptado com base nos trabalhos de Hair et al. (2009, 2013), Malhotra (2012).

Cabe destacar que, na definição do modelo PLS-SEM de mensuração (relações entre os construtos e suas variáveis observáveis) um importante passo é identificar se as variáveis selecionadas para a pesquisa são reflexivas ou formativas (HAIR et al., 2013). Um exemplo da correlação entre as variáveis que forma cada tipo de construto pode ser observada na Figura 10.

Figura 10 – Construtos Reflexivos x Formativos.



Fonte: Adaptado de Hair et al. (2014, p. 44).

As variáveis reflexivas são explicadas pelos construtos e representam as manifestações ou os efeitos do construto, ou seja, em virtude da causalidade do construto para as variáveis elas são altamente correlacionadas entre si. De modo oposto, as variáveis formativas explicam e compõem o construto e não apresentam alta correlação umas com as outras e cada uma das variáveis captura um aspecto distinto do construto (HAIR et al., 2013; MARÔCO, 2014). Do exposto, cabe observar que todos os construtos que foram elaborados são reflexivos, isso em virtude da alta correlação esperada para as variáveis que representam cada determinante trabalhada.

Buck et al. (2003) salientam que a SEM oferece uma visão mais aprofundada e abrangente do que as técnicas de regressão multivariada para essa avaliação integrada. Segundo Sahut et al. (2016), a abordagem por mínimos quadrados parciais (PLS) é adequada para modelos de equações estruturais com indicadores econômico-financeiros, pois não faz nenhuma suposição sobre a distribuição de variáveis. Para os autores, a SEM fornece uma abordagem flexível para lidar com um grande conjunto de dados que mostra alta correlação entre as variáveis.

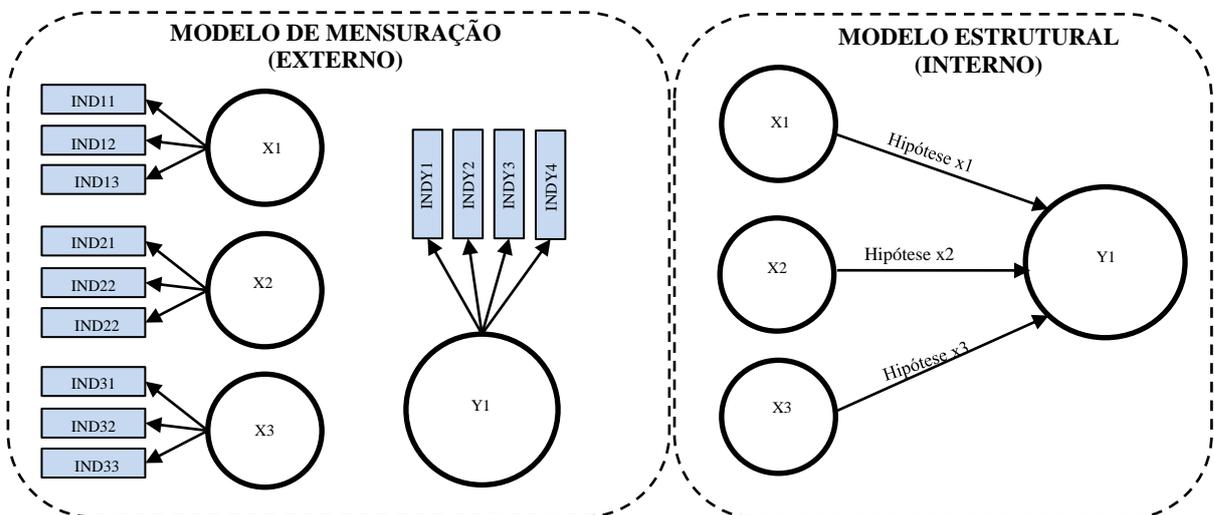
Para melhor compreensão da proposta metodológica implementada, alguns aspectos precisam ser discutidos, tais como Modelo estrutural (interno) e o modelo de mensuração

(externo), efeitos de mediação no modelo estrutural (efeitos diretos, indiretos e totais) e os pressupostos do modelo estrutural. Estes itens são apresentados nos tópicos a seguir.

3.10.2.1 Modelo estrutural (interno) e o modelo de mensuração (externo)

Para representar o modelo estrutural por meio da Modelagem de equação estrutural, utiliza-se como convenção o desenho de diagramas (*Path model*), ou seja, os chamados diagramas de caminhos, os quais são compostos por dois submodelos: o modelo estrutural (interno) e o modelo de mensuração (externo), como o exemplo apresentado na Figura 11.

Figura 11 – Exemplos do modelo estrutural (interno) e do modelo de mensuração (externo).



Fonte: Elaborado pelo autor com base em Hair et al. (2009, 2013).

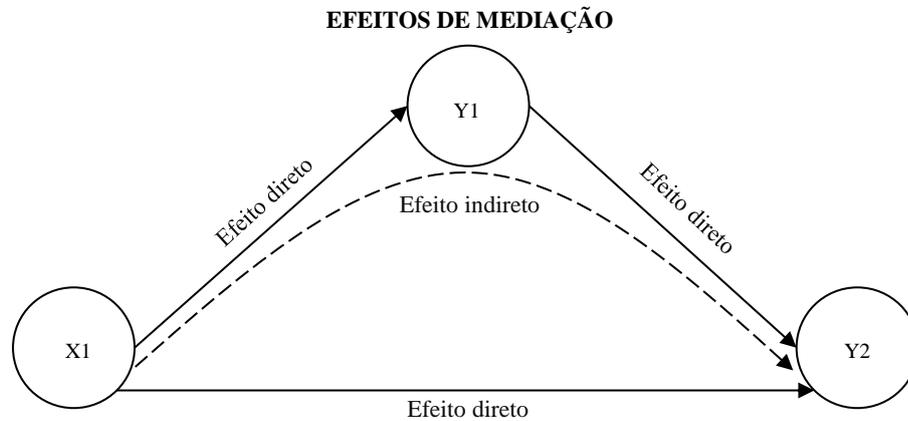
Ainda no que se refere a Figura 11, Hair et al. (2009, 2013) e Wong (2013) consideram que o modelo estrutural apresenta as relações entre os próprios construtos não observáveis (representadas por círculos). Tais relações representam as hipóteses e são fundamentadas pelas teorias que estão sendo testadas. Por outro lado, segundo os autores, o modelo de mensuração apresenta as relações entre os construtos não observáveis (representadas por círculos) e as variáveis observáveis (representadas por retângulos).

Neste sentido, a partir do exemplo da Figura 11 é possível verificar como foram elaborados os construtos para as determinantes e as temáticas a partir das variáveis selecionadas na Tabela 2 (modelo de mensuração - externo). Também é possível visualizar como se dará a verificação das hipóteses entre os construtos das determinantes e os construtos das temáticas em estudo (modelo estrutural - interno).

3.10.2.2 Os efeitos de mediação no modelo estrutural (efeitos diretos, indiretos e totais)

Uma alternativa interessante para se implementar na modelagem de Equações Estruturais é o efeito de mediação que existe entre as variáveis. Para se entender melhor esse conceito, pode-se observar a Figura 12, na qual existem as seguintes relações diretas: $X1 \rightarrow Y1$, $X1 \rightarrow Y2$ e $Y1 \rightarrow Y2$. Entretanto, nesta relação é possível verificar uma relação indireta entre $X1$ e $Y2$, que é mediada por $Y1$ ($X1 \rightarrow Y1 \rightarrow Y2$). Neste ponto, importa saber se esse efeito de mediação primeiro é significativo ou não e se esse efeito é parcial ou total.

Figura 12 – Efeitos de mediação.



Fonte: Elaborado pelo autor.

Para isto, como salientam Bido e Silva (2019), é preciso avaliar os efeitos diretos, indiretos, conforme são apresentados no Quadro 11. Para o presente caso, considera-se como efeito direto a relação entre $X1 \rightarrow Y2$, e como efeito indireto as relações $X1 \rightarrow Y1 \rightarrow Y2$ apresentadas anteriormente na Figura 12.

Quadro 11 – Mediação, efeitos diretos e indiretos.

Efeito Direto ($X1 \rightarrow Y2$)	Efeito Indireto ($X1 \rightarrow Y1 \rightarrow Y2$)	Mediação
Significante ($p < 0.05$)	Não significativo ($p > 0.05$)	Não há mediação
Significante ($p < 0.05$)	Significante ($p < 0.05$)	Mediação parcial
Não significativo ($p > 0.05$)	Significante ($p < 0.05$)	Mediação total

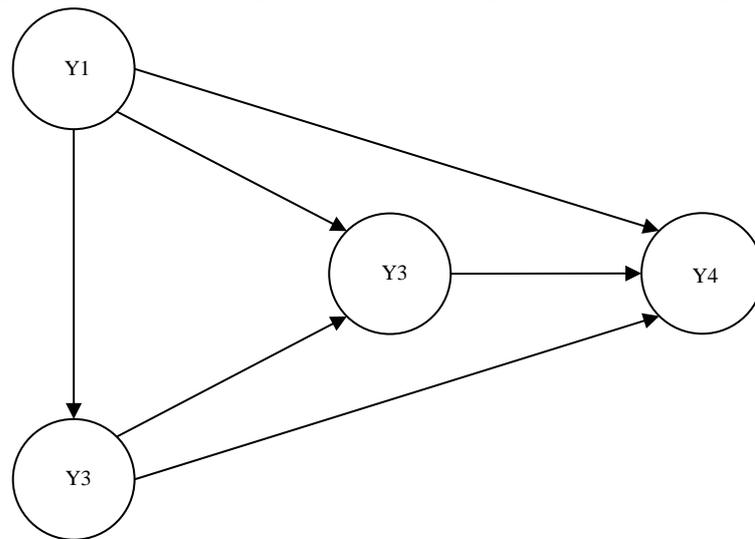
Fonte: Bido e Silva (2019, p. 20).

Assim, pode-se observar que existem três resultados possíveis: não há mediação, mediação parcial e mediação total. Essas relações serão verificadas nos tópicos 4.2, 4.4 e 4.6 do resultado e discussão como uma análise complementar.

3.10.2.3 O mapa de importância e desempenho

Hair et al. (2014, p. 208) e Ringle Sarstedt (2016, p. 1867) argumentam que a análise do Mapa de Importância-Desempenho é um resultado oriundo das estimativas dos coeficientes de caminho. Segundo os autores, o IPMA contrasta os efeitos totais do modelo estrutural em um construto alvo específico, ou seja, o construto alvo é um construto endógeno particular no modelo de caminho PLS como, por exemplo, Y4 na Figura 13, contrastado com as médias das pontuações dos construtos antecedentes a Y4 (isto é, Y1, Y2 e Y3).

Figura 13 – Exemplo para relação de importância e desempenho.

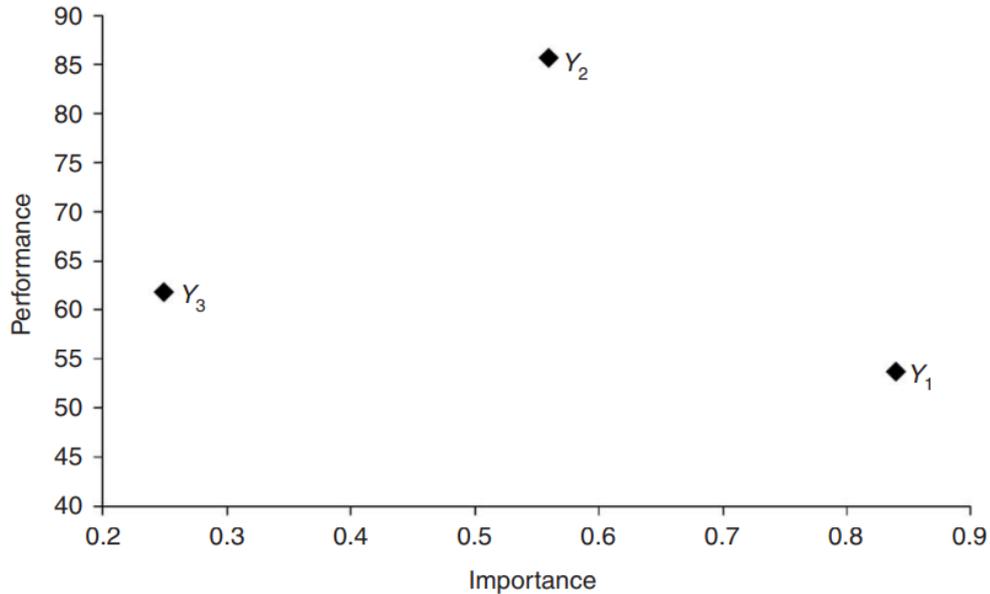


Fonte: Adaptado de Hair et al. (2014, p. 207) e Ringle e Sarstedt (2016, p. 1866).

Os efeitos totais representam a importância dos construtos predecessores na formação do construto alvo (Y4), enquanto os escores médios dos construtos representam seu desempenho. Para Hair et al. (2014) e Ringle Sarstedt (2016), o foco é identificar construtos predecessores que têm uma importância relativamente alta para o construto alvo (aqueles que têm um efeito total forte), mas que também tenham um desempenho relativamente baixo (construtos escores médios baixos). O que, para os autores, representam potenciais áreas de melhoria que devem receber atenção.

Hair et al. (2014) e Ringle Sarstedt (2016), na Figura 14, demonstram um mapa de importância-desempenho (construto alvo Y4), no qual o construto Y1 tem um desempenho relativamente abaixo da média (desempenho 53,7) quando comparado com Y2 e Y3.

Figura 14 – Mapa de importância e desempenho para construto alvo Y4.



Fonte: Hair et al. (2014, p. 208) e Ringle Sarstedt (2016, p. 1867).

Por outro lado, com um efeito total de 0,84, a importância deste construto é particularmente alta. Portanto, um aumento de uma unidade no desempenho do Y1 de 53,7 para 54,7 aumentaria o desempenho do Y4 em 0,84 pontos. Assim, para que os administradores possam aumentar o desempenho do construto alvo, que é Y4, a primeira alternativa deve ser melhorar o desempenho dos aspectos relacionados a Y1, tendo em vista que esse construto possui maior importância (acima da média), mas um desempenho relativamente baixo (abaixo da média). Os outros aspectos relacionados aos construtos Y2 e ao construto Y3 se apresentam como segunda e terceira prioridade para o administrador (HAIR et al., 2014, RINGLE; SARSTEDT, 2016).

3.10.2.4 Os pressupostos do modelo estrutural

Por último, para garantir a robustez do modelo de Equações Estruturais (*Structural Equation Modeling - SEM*), uma série de pressupostos devem ser atendidos. As diretrizes para validar o modelo estrutural utilizando o PLS-SEM podem ser vistas no Quadro 12.

Quadro 12 – Síntese dos pressupostos para o ajuste do PLS-SEM para modelos reflexivos.

Indicador/ Procedimento	Propósito	Valores Referenciais / Critério	Referências
Avaliação do modelo de mensuração para construtos reflexivos			
1.1. AVE	Validades Convergentes	AVE $\geq 0,50$	Henseler; Ringle e Sinkovics (2009)
1.2 Cargas Externas		CE $> 0,50$	Hair et al. (2014) e Guedes Neto et al. (2016)
		CE $\geq 0,708$	Ringle, Wende e Becker (2015)
2.1 Cargas cruzadas (Cross Loading)	Validade Discriminante	Valores das cargas maiores nas VLs originais do que em outras	Chin (1998)
2.2 Critério de Fornell e Larcker		Compara-se as raízes quadradas dos valores das AVE de cada construto com as correlações (de Pearson) entre os construtos. As raízes quadradas das AVEs devem ser maiores que as correlações dos construtos	Fornell e Larcker (1981)
3.1 Alfa de Cronbach	Confiabilidade do modelo	AC $> 0,70$	Sanchez (2013) e Hair et al. (2014)
3.2 Confiabilidade Composta		CC $> 0,70$	Sanchez (2013) e Hair et al. (2014)
Avaliação do Modelo Estrutural			
4. Colinearidade (VIF)	Fator de Inflação de Variância (VIF)	VIF < 3 (Ideal) VIF $\geq 3 - 5$ (Possíveis problemas de colinearidade) VIF ≥ 5 (Problemas de colinearidade prováveis - críticos)	Hair et al. (2019)
5. Teste t de Student Coeficiente de caminho	Avaliação das significâncias das correlações e regressões (relações causais)	valor p $< 0,05$ valor t $> 1,96$ (two-tailed)	Hair et al. (2014)
6. Avaliação dos Coeficientes de Determinação de Pearson (R ²):	Avaliam a porção da variância das variáveis endógenas, que é explicada pelo modelo estrutural.	0,26 - Substanciais 0,13 - Moderado 0,02 - Fraco	Cohen (1988) e Ringle, Silva, Bido (2014) e Bido e Silva (2019)
		0,75 - Substanciais 0,50 - Moderado 0,25 - Fracos Valores de R ² $> 0,90$, são indicativos típicos de <i>overfit</i> .	Chin (1998), Henseler, Ringle e Sinkovics (2009) e Hair et al. (2019)
7. Tamanho do efeito (f ²) ou Indicador de Cohen	Avalia-se quanto cada construto é “útil” para o ajuste do modelo	0,35 - Grandes 0,15 - Médios 0,02 - Pequenos	Cohen (1988) e Hair et al. (2014)
8. Validade Preditiva (Q ²) ou indicador de Stone-Geisser	Avalia a acurácia do modelo ajustado para indicar se construtos exógenos têm relevância preditiva sobre construtos endógenos	Q ² $> 0,50$ - Grandes Q ² $> 0,25$ - Médios Q ² > 0 - Significativos e Pequenos	Hair et al. (2014) e Hair et al. (2019)

Fonte: Ringle, Silva, Bido (2014), Lopes, Meurer e Voese (2018), Bido e Silva (2019, p. 20). Hair et al. (2019).

Para a análise empírica foi realizada a aplicação da Modelagem de Equações Estruturais - SEM e a validação do resultado foi apoiada por níveis estatísticos de significância dentro dos pressupostos do modelo.

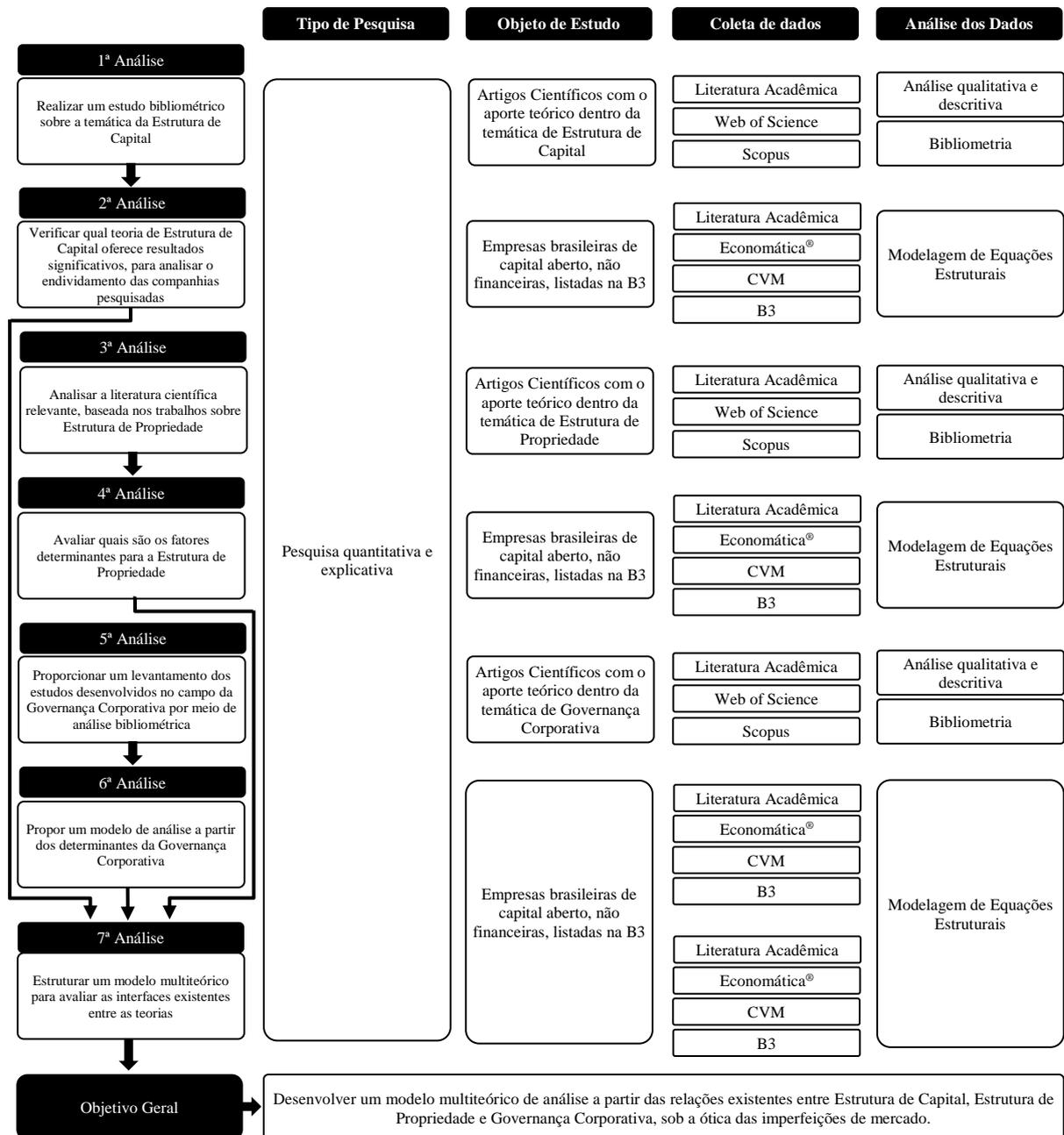
Antes da aplicação do modelo, foi necessário definir quais os Determinantes da Estrutura de Capital, da Estrutura de Propriedade e da Governança Corporativa serão utilizados.

Definidos os Determinantes para as três temáticas em estudo eles foram utilizados como os construtos propostos (variáveis latentes ou conceitos não observáveis) para Modelagem de Equações Estruturais – SEM. Ainda foi necessário definir quais variáveis (indicadores) irão compor cada determinante/construto e também, com base na literatura, elucidar quais as relações são esperadas em cada determinante/construto pelas teorias utilizadas e determinar assim cada hipótese.

3.11 Resumo da metodologia da Tese

Buscando elucidar a forma como o estudo foi conduzido, a Figura 15 demonstra um esboço geral da divisão das análises no tópicos de resultado e discussão. Esta divisão busca atender de forma individual os objetivos de pesquisa, possibilitando assim se alcançar o objetivo geral do estudo.

Figura 15 – Resumo da proposta da metodologia para a tese.



Fonte: *Framework* adaptado de Antonialli (2018, p. 54).

4 RESULTADO E DISCUSSÃO

Buscando elucidar como será a estrutura final da tese, este tópico apresenta um esboço preliminar de cada subtópico que será apresentado.

Sobre os tópicos de revisão bibliométrica (TÓPICOS 4.1, 4.3 e 4.5), buscou-se demonstrar quais foram os termos utilizados, as bases selecionadas para as buscas e o volume inicial de informações encontrado para sobre cada temática trabalhada (Estrutura de Capital, Estrutura de Propriedade e Governança Corporativa). Na sequência, apresenta-se os resultados sobre a tendência temporal do volume de publicações, os periódicos mais representativos, os artigos mais citados da amostra, os países mais influentes, as palavras-chave mais representativas em cada período e por último uma rede das referências citadas pelos artigos da amostra. O levantamento bibliográfico de cada temática de forma individual busca contextualizar cada temática antes da apresentação do seu respectivo tópico com os resultados empíricos. O levantamento ainda propiciou encontrar autores e obras influentes que auxiliaram na construção e discussão dos resultados empíricos.

No que se refere aos três primeiros tópicos com resultados empíricos, por meio de dados em painel (TÓPICOS 4.2, 4.4 e 4.6), utilizou-se equações (fórmulas) para o cálculo (ou coleta) dos indicadores (variáveis) apresentados na Tabela 2 (Metodologia, item 3.9.1). Observa-se ainda, que cada temática foi relacionada aos seus respectivos determinantes para análise. Entre os resultados integram-se quadros (QUADROS 8, 9 e 10), contendo todas as relações teóricas esperadas para cada temática, tabelas com estatísticas e testes para validação dos modelos, os modelos estruturais gerados, tabelas de hipóteses apresentando todas as relações verificadas e o mapa importância-desempenho para verificar a relação dos determinantes de cada temática no valor de mercado.

Apenas para o Tópico 4.4 criou-se um subtópico (4.4.1) visando discutir de forma mais aprofundada as facetas da Estrutura de Propriedade, pois apenas uma proxy não seria suficiente para demonstrar as diversas relações internas dos tipos de propriedade com a Governança Corporativa e o Valor de Mercado.

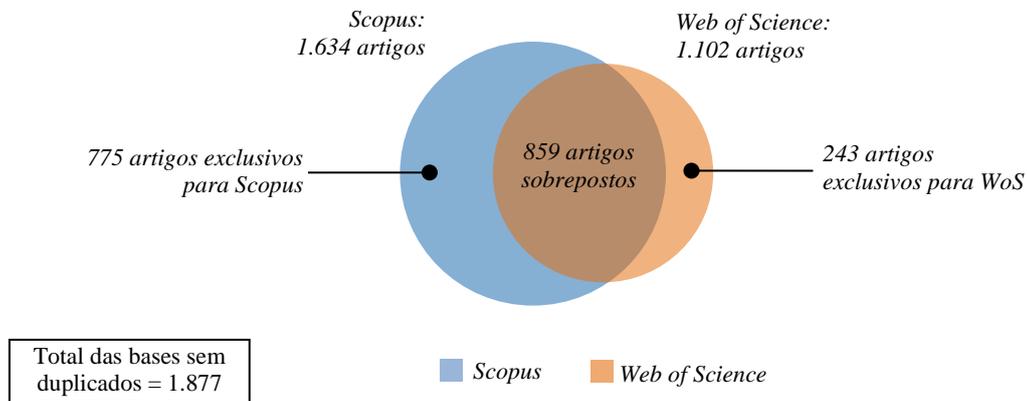
O último Tópico (4.7) integra, em algum nível, todos os tópicos anteriores. Para isto, ele é o resultado de todas as variáveis apresentadas na Tabela 2, que foram relevantes para a modelagem, juntamente com todas as hipóteses teóricas levantadas que são apresentadas no Quadro 13, Relações teóricas, determinantes da Estrutura de Capital, Quadro 14, Relações teóricas, determinantes da Estrutura de Propriedade, Quadro 15, Relações teóricas, determinantes da Governança Corporativa, e Quadro 16, Hipótese de Mercado Eficiente.

4.1 Estrutura de Capital: Uma revisão Bibliométrica entre 1949 a 2018

Utilizando-se do *framework* de pesquisa apresentado anteriormente (QUADRO 6), realizou-se um estudo bibliométrico sobre a temática de Estrutura de Capital. A pesquisa inicial levantou 1.102 artigos na *Web of Science* e 1.634 na *Scopus*. Considerando que houve artigos sobrepostos nas bases, a *Scopus* foi a base com maior número de artigos exclusivos. No total, sem considerar os artigos duplicados, foram encontrados 1.877 artigos.

A busca nas duas bases visou abranger um número maior de artigos do campo de publicações em estrutura de capital. Um resumo das buscas pode ser visto na Figura 16.

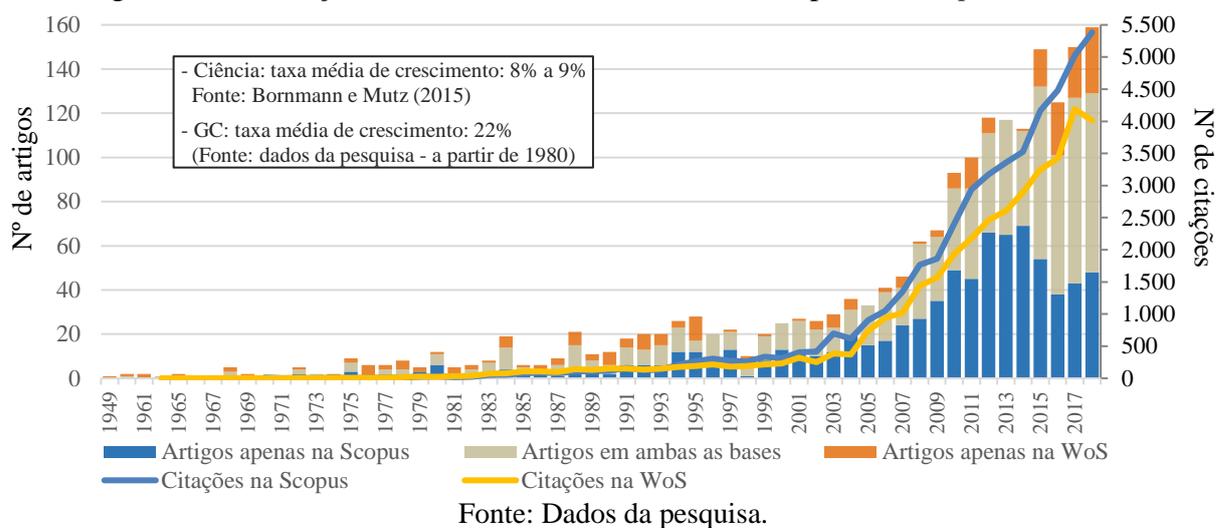
Figura 16 – Artigos sobre Estrutura de Capital na Scopus e da Web of Science.



Fonte: Dados da pesquisa.

Na *Web of Science* o primeiro artigo encontrado é de 1949. O texto *Adaptation of the farm capital structure to uncertainty* (HORTON, 1949), publicado no *Journal of Farm Economics*. Em seguida foi publicado *Theory of the capital structure of the firm* no *Journal of Finance* (SCHWARTZ, 1959) e *Capital structures of electric utilities under the public utility holding company act* publicado no periódico *Virginia Law Review* (COOK; COHN, 1959). Por sua vez, na *Scopus* foi o texto de Schwartz (1959).

A Figura 17 apresenta a evolução das publicações científicas sobre a temática no tempo. O primeiro artigo encontrado data de 1949. Observa-se um crescimento no número de publicações na década de 1990 e a partir de 2001, com maior crescimento. De 2009 para 2010 existe uma ampliação no número de artigos. Foi possível perceber também que o crescimento nas publicações ocorreu em ambas as bases (*Web of Science* e *Scopus*).

Figura 17 – Evolução da literatura sobre Estrutura de Capital na *Scopus* e da *WoS*.

Mesmo com o crescimento observado na Figura 2, Bornmann e Mutz (2015) consideram que há um crescimento da ciência que é de 8% a 9% na segunda metade do século XX. Escolhemos calcular a taxa por meio de um processo autorregressivo de ordem $p = 1$. Nesse processo, comparamos o volume anual de publicações com uma tendência linear para verificar a taxa de crescimento apresentada pela temática ao longo do período estudado. Para este caso, a taxa de crescimento encontrada foi de 8,64%. Se comparado com o artigo de Bornmann e Mutz (2015), o campo estudado está dentro da taxa de crescimento da ciência. Portanto, apesar do crescimento verificado, esse crescimento não é maior do que a taxa de crescimento da ciência como um todo. Dos 632 periódicos que publicaram os artigos encontrados na busca, pode-se observar que os dez primeiros na Tabela 4 representam um total de 20% do volume de publicação da temática.

Tabela 4 – Periódicos que mais publicaram nas bases da Scopus e da WoS.

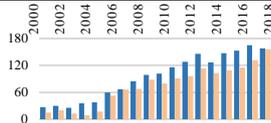
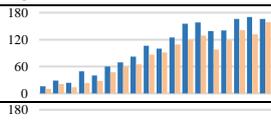
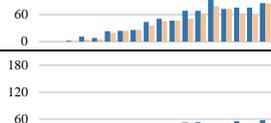
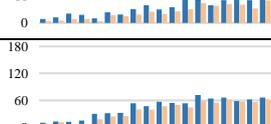
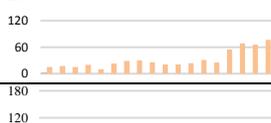
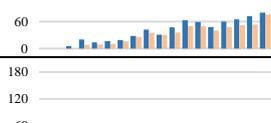
#	Periódicos (ISSN)	Freq.		Citação		Fator de Impacto	
		N	%	Scopus	WoS	SJR (2017)	JCR (2017)
1	The Journal of Finance (1540-6261)	82	4,37%	18.117	15.879	18,318	5,397
2	Journal of Financial Economics (0304-405X)	48	2,56%	6.718	5.641	12,489	5,162
3	Journal of Corporate Finance (0929-1199)	40	2,13%	1.015	630	1,461	2,215
4	Journal of Financial and Quantitative Analysis (0022-1090)	37	1,97%	1.539	1.262	3,636	2,049
5	Journal of Banking and Finance (0378-4266)	36	1,92%	1.730	1.381	1,503	1,931
6	Financial Review (1540-6288)	32	1,70%	149	0	0,663	-
7	Corporate Ownership and Control (1727-9232)	30	1,60%	14	-	0,115	-
8	Applied Financial Economics (0960-3107)	27	1,44%	575	-	0,371	-
9	Financial Management (0046-3892)	26	1,39%	720	1.048	1,081	0,968
10	Managerial Finance (0307-4358)	26	1,39%	274	0	0,210	-
	Parcial	384	20%	30.851	25.841	Média FI	
	Outros periódicos	1493	80%	17.344	11.931	3,985	2,954
	Total	1877	100%	48.195	37.772		

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se que o periódico com maior número de publicações na amostra foi o *The Journal of Finance* (82 artigos), seguido pelo *Journal of Financial Economics* (48) e pelo *Journal of Corporate Finance* (40).

A Tabela 5 apresenta os artigos mais citados na literatura sobre Estrutura de Capital na base da *Scopus* e da *Web of Science*. Os gráficos dentro da Tabela 5, demonstram a tendência das citações dos artigos a partir do ano 2000 e o que se observa é que apesar das Citações da base *Scopus* serem mais volumosas, elas estão diretamente correlacionadas com as citações da base *WoS*. Cabe destacar que dos 11 artigos da Tabela 5, 9 foram publicados pelo *The Journal of Finance*.

Tabela 5 – Artigos mais citados sobre Estrutura de Capital na base da *Scopus* e da *WoS*.

#	Título	Autores	Periódicos (ISSN)	Citações		Citações por ano	
				Scopus	WoS	Scopus	WoS
1	The Capital Structure Puzzle	Myers (1984)	The Journal of Finance (1540-6261)	2184	1730		
2	What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data	Rajan e Zingales (1995)	The Journal of Finance (1540-6261)	2023	1626		
3	The Determinants of Capital Structure Choice	Titman e Wessels (1988)	The Journal of Finance (1540-6261)	1760	1306		
4	Market timing and capital structure	Baker e Wurgler (2002)	The Journal of Finance (1540-6261)	912	778		
5	Optimal capital structure under corporate and personal taxation	Deangelo e Masulis (1980)	Journal of Financial Economics (0304-405X)	937	661		
6	Corporate Debt Value, Bond Covenants, and Optimal Capital Structure	Leland (1994)	The Journal of Finance (1540-6261)	887	738		
7	On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence	Bradley, Jarrell e Kim (1984)	The Journal of Finance (1540-6261)	810	634		
8	The Theory of Capital Structure	Harris e Raviv (1991)	The Journal of Finance (1540-6261)	-	762		
9	Capital structures in developing countries	Booth, Aivazian, Demirguc-Kunt, e Maksimovic (2001)	The Journal of Finance (1540-6261)	762	604		
10	Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure	Shyam-Sunder e Myers (1999)	Journal of Financial Economics (0304-405X)	691	545		
11	Optimal capital structure, endogenous bankruptcy, and the term structure of credit spreads	Leland e Toft (1996)	The Journal of Finance (1540-6261)	627	538		

Fonte: Dados da pesquisa.

Tabela 6 – Principais palavras-chave com explosões de citação para EC.

Keywords	Citation burst			
	Strength	Begin	End	1988 - 2018
<i>corporate</i>	80.691	1990	2002	
<i>taxe</i>	52.637	1991	2009	
<i>policy</i>	52.151	1991	2006	
<i>agency cost</i>	91.295	1991	2002	
<i>firm</i>	68.282	1991	2001	
<i>information</i>	64.778	1991	2007	
<i>debt</i>	101.074	1992	2001	
<i>efficiency</i>	42.374	1993	2004	
<i>cost</i>	35.675	1995	1997	
<i>market</i>	36.703	1995	1999	
<i>incentive</i>	39.185	1995	2006	
<i>corporate control</i>	39.589	1996	2008	
<i>dividend</i>	33.912	1997	2006	
<i>investment</i>	45.839	1997	1998	
<i>financing</i>	39.422	1999	2012	
<i>capital market</i>	54.059	2000	2005	
<i>corporate strategy</i>	37.384	2001	2010	
<i>financial distress</i>	38.232	2002	2010	
<i>choice</i>	53.878	2003	2008	
<i>europe</i>	38.041	2003	2008	
<i>eurasia</i>	59.835	2003	2008	
<i>risk</i>	28.692	2006	2010	
<i>asymmetric information</i>	46.786	2006	2011	
<i>investor protection</i>	31.226	2007	2008	
<i>pecking order</i>	30.116	2007	2012	
<i>capital</i>	58.646	2007	2011	
<i>credit</i>	32.371	2008	2010	
<i>company</i>	39.235	2009	2012	
<i>trade off</i>	48.258	2009	2012	
<i>g32</i>	35.958	2010	2013	
<i>partial adjustment model</i>	29.589	2011	2013	
<i>pecking order theory</i>	33.498	2011	2012	
<i>adjustment</i>	3.556	2012	2016	
<i>macroeconomic condition</i>	39.459	2012	2016	
<i>financial leverage</i>	33.426	2012	2018	
<i>growth opportunity</i>	33.242	2012	2013	
<i>market timing</i>	57.661	2012	2014	
<i>pakistan</i>	42.504	2012	2016	
<i>cross section</i>	2.818	2012	2015	
<i>stock market</i>	3.037	2013	2016	
<i>credit rating</i>	62.156	2014	2016	
<i>bankruptcy</i>	39.868	2014	2015	
<i>agencycost</i>	32.562	2014	2018	
<i>dynamic capital structure</i>	31.965	2014	2015	
<i>governance</i>	32.562	2014	2018	
<i>institution</i>	53.046	2015	2018	
<i>speed of adjustment</i>	41.737	2015	2018	
<i>firm value</i>	51.712	2015	2018	

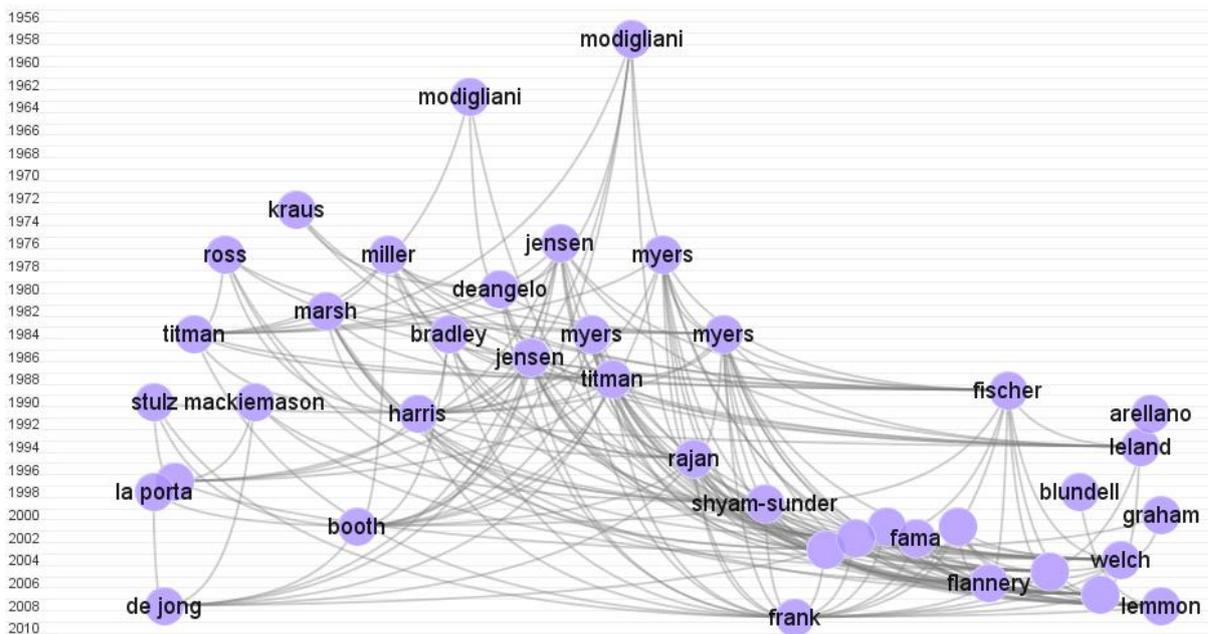
Nota: As palavras chaves estão disponíveis a partir de 1990.

Fonte: Dados da pesquisa.

Entre as palavras-chave mais relevantes, pode-se observar que o termo *Market* (*Markets*) aparece pela primeira vez na amostra em 1988, no trabalho de Robert A. Jarrow (1988) intitulado *Preferences, continuity, and the arbitrage pricing theory*. Nesse trabalho, os autores investigam a estrutura sobre as preferências necessárias para derivar a teoria de preços de arbitragem de Ross (APT). Eles demonstram que apenas as preferências ordinais são necessárias, pois, segundo os autores, o APT não exige que os agentes possuam preferências representáveis como funções de utilidade esperadas adversas ao risco.

No mais, para analisar a rede de artigos de co-citação foram utilizados os softwares de análise bibliométrica *CiteSpace* (CHEN, 2004, 2006), *CitNetExplorer* 1.0.0 (VAN ECK; WALTMAN, 2014) e *Sci2 Tool – Science of Science* (TEAM, 2009). A Figura 19 mostra a importância de Modigliani nas discussões sobre estrutura de capital. A partir do autor, uma extensa rede de citações de trabalhos seminais se constrói.

Figura 19 – Redes de citação das publicações.



Nota: (frequência >= 10). Gerado por: *CitNetExplorer* 1.0.0 (VAN ECK; WALTMAN, 2014)

Fonte: Dados da pesquisa.

Na rede gerada, o trabalho de Frank e Goyal (2009) é apresentado como o último que faz referência a praticamente toda a rede central de estudos em estrutura de capital. Pode-se observar, que a revisão de literatura embasa as discussões ocorridas tanto no referencial teórico quanto na formulação das hipóteses do próximo tópico.

4.2 Os Determinantes da Estrutura de Capital e suas Hipóteses

Busca-se neste tópico apresentar os resultados encontrados, por meio da modelagem de equações estruturais para as relações teóricas (hipóteses) esperadas entre a Estrutura de Capital e seus determinantes. Também foram encontradas hipóteses empíricas para a mediação realizada pela Estrutura de Capital entre os seus determinantes e o valor de mercado.

Utilizando-se de parte dos achados no tópico anterior (TÓPICO 4.1), pode-se observar que as teorias sobre Estrutura de Capital seguem seus próprios pressupostos e, por isso, como salienta Myers (2001), não conseguem esclarecer completamente o fenômeno da Estrutura de Capital. Almeida (2014) enfatiza que as estratégias de financiamento podem migrar de uma teoria para outra, conforme aconteçam alterações nas condições do mercado – fato pelo qual a literatura apresenta mais de uma explicação (teoria) a respeito dos determinantes da Estrutura de Capital. Nesse contexto, Fama e French (2002) afirmam que as teorias proporcionam explicações sobre os determinantes da Estrutura de Capital que se complementam na compreensão do fenômeno como um todo.

Bastos e Nakamura (2009) observam que, em muitas circunstâncias, o comportamento de um determinante ora pode ser explicado por uma teoria, ora por outra, e que as correntes teóricas apresentam divergências sobre as explicações referentes ao comportamento de algumas variáveis. Segundo os autores, este fato tem dificultado cada vez mais o trabalho de distinguir empiricamente as hipóteses entre as correntes teóricas.

Neste tópico, os determinantes utilizados foram escolhidos de acordo com a literatura do campo de pesquisa. Para representar a variável do endividamento foram utilizadas cinco das seis variáveis (endógenas) inicialmente propostas. A utilização de duas ou mais variáveis como *proxy*, como enfatiza Forte (2007), tem por finalidade medir percepções distintas que, por acaso, não poderiam ser encontradas em outras medidas. Conforme Titman e Wessels (1988), esse processo permite controlar prováveis correlações espúrias nas considerações do endividamento e na prática gerencial.

Para a definição dos sinais esperados pelas teorias, várias escolhas teóricas foram realizadas e durante a revisão foram encontrados trabalhos divergentes. Como afirma Myers (2001), quando uma *proxy* particular responder a mais de uma teoria, mesmo com coeficiente significativo, ela não tem nenhuma interpretação clara. Contudo já se verifica que cada teoria se aplica em algumas circunstâncias. Para a construção do Quadro 13 foram escolhidos os sinais ('+' positivo ou '-' negativo) que mais se repetem na literatura e que, preferencialmente, foram comprovados de forma empírica.

Quadro 13 – Determinantes da Estrutura de Capital e suas relações teóricas esperadas.

Teorias	Relação esperada com o nível de endividamento para as teorias sobre Estrutura de Capital							
	Trade-off Theory		Teoria da Agência		Pecking Order Theory		Assimetria de Informação	
	Sinal	Autores	Sinal	Autores	Sinal	Autores	Sinal	Autores
Tangibilidade dos Ativos (colaterais)	(+) HEC1	Titman e Wessels (1988), Rajan e Zingales (1995), Wald (1999), Almeida (2014) e Mangafić e Martinović (2015)	(+) HEC2	Gomes e Leal (2001), Bastos e Nakamura (2009), Yang et al. (2010) e Mangafić e Martinović (2015)	(-) HEC3	Harris e Raviv (1991), Medeiros e Daher (2008), Frank e Goyal (2003), Cintra et al. (2012) e Almeida (2014)	(+) HEC4	Gomes e Leal (2001), Terra (2002), Buferna, Bangassa e Hodgkinson (2005) e Bastos e Nakamura (2009)
Singularidade dos Ativos	(-) HEC5	Harris e Raviv (1991), Shyam-Sunder e Myers (1999)	Indeterminado		(-) HEC6	Titman e Wessels (1988) e Avelar et al. (2017)	Indeterminado	
Rentabilidade ou Desempenho Econômico/ Financeiro	(+) HEC7	Jensen e Meckling (1976), Bastos e Nakamura (2009), Ahmad et al. (2011) e Mangafić e Martinović (2015)	(+) HEC8	Bastos e Nakamura (2009), Aggarwal e Kyaw (2010), Yang et al. (2010) e Mangafić e Martinović (2015)	(-) HEC9	Myers (1984), Titman e Wessels (1988), Rajan e Zingales (1995), Wald (1999), Gomes e Leal (2001), Fama e French (2002) e Yang et al. (2010)	(+) HEC10	Harris e Raviv (1991), Terra (2002), Forte (2007), Albanez (2012) e Mangafić e Martinović (2015)
Oportunidade de Crescimento	(-) HEC11	Myers (1984), Harris e Raviv (1991), Bastos e Nakamura (2009), Vallandro (2009), Mangafić e Martinović (2015)	(-) HEC12	Buferna, Bangassa e Hodgkinson (2005), Aggarwal e Kyaw (2010), Yang et al. (2010) e Mangafić e Martinović (2015)	(+) HEC13	Harris e Raviv (1991), Gomes e Leal (2001), Jong, Kabir e Nguyen (2008) e Mangafić e Martinović (2015)	(-) HEC14	Bastos e Nakamura (2009) e Terra (2002)
Tamanho da Empresa	(+) HEC15	Titman e Wessels (1988), Rajan e Zingales (1995), Bastos e Nakamura (2009) e Mangafić e Martinović (2015)	(+) HEC16	Bastos e Nakamura (2009), Islam e Khandaker (2015) e Mangafić e Martinović (2015)	(-) HEC17	Titman e Wessels (1988), Vallandro (2009), Ahmad et al. (2011), Cintra et al. (2012) e Mangafić e Martinović (2015)	(-) HEC18	Terra (2002), Deesomsak, Paudyal e Pescetto (2004) e Islam e Khandaker (2015)
Risco do Negócio	(-) HEC19	Aggarwal e Kyaw (2010), Almeida (2014) e Mangafić e Martinović (2015) Shyam-Sunders e Myers (1999)	(+) HEC20	Harris e Raviv (1991), Deesomsak, Paudyal e Pescetto (2004) e Mangafić e Martinović (2015)	(-) HEC21	Bastos e Nakamura (2009), Vallandro (2009), Almeida (2014) e Mangafić e Martinović (2015)	(-) HEC22	Terra (2002) e Bastos e Nakamura (2009)
Liquidez	(+) HEC23	Ahmad et al. (2011), Cole (2013) Harris e Raviv (1991)	(-) HEC24	Deesomsak, Paudyal e Pescetto (2004)	(-) HEC25	Deesomsak, Paudyal e Pescetto (2004), Ahmad et al. (2011) e Bastos e Nakamura (2009)	(-) HEC26	Forte (2007) e Bastos e Nakamura (2009)
Benefícios fiscais não gerados pelo endividamento (<i>Nontax Shields</i>)	(-) HEC27	DeAngelo e Masulis (1980), Ozkan (2001), Aggarwal e Kyaw (2010) e Mangafić e Martinović (2015)	Indeterminado		(-) HEC28	DeAngelo e Masulis (1980), Titman e Wessels (1988), Wald (1999) e Ozkan (2001)	Indeterminado	
Efeitos Fiscais (Nível de <i>Tax Shields</i>)	(+) HEC29	Harris e Raviv (1991), Shyam-Sunders e Myers (1999), etc	Indeterminado		Indeterminado		Indeterminado	

Nota: O sinal positivo ‘(+)’ indica que a teoria sugere uma relação positiva entre os construtos (coluna 1) e o Endividamento, o sinal negativo ‘(-)’ indica que a teoria sugere uma relação negativa entre a variável e o Endividamento. ‘Indeterminado’ significa que não há previsão clara. As letras HEC_n indicam as Hipóteses sobre Estrutura de Capital, que são utilizadas para definir as relações no modelo de Equações Estruturais. Considera-se a Rentabilidade do Ativo como um tipo de Desempenho Financeiro/Econômico.

Fonte: Elaborado pelo autor com base nas pesquisas citadas no próprio quadro.

Para se verificar as relações entre a Estrutura de Capital (endividamento) e suas determinantes utilizou-se um construto como variável dependente (tratada como construto ou variável latente, mas em termos teóricos representa uma *proxy* que busca capturar maiores

dimensões do endividamento) que considera o Endividamento a valor contábil, Endividamento financeiro a valor contábil, Endividamento de curto prazo a valor contábil, Endividamento de longo prazo a valor contábil e Endividamento a valor de mercado. Esses indicadores abrangeram o endividamento contábil e o endividamento a mercado, além das contas de curto prazo e de longo prazo (para cálculo ver: TABELA 2). Ainda, como variável dependente, neste modelo foi inserido o Valor de Mercado.

No que se refere as variáveis independentes para os determinantes, foram selecionados indicadores que compuseram os seguintes construtos: Liquidez, Rentabilidade, Risco do Negócio, Tamanho, Tangibilidade, Tempo (Idade), Crescimento, Efeitos Fiscais, Benefícios fiscais, e Singularidade.

A análise e interpretação do modelo gerado, a Tabela 7 apresenta a matriz para validade discriminante e algumas estatísticas descritivas que auxiliam na interpretação dos construtos. Além das raízes quadradas do AVE (*Variância Média Extraída*), apresentadas nas diagonais, e as correlações, fora das diagonais, é possível verificar na última linha, os valores para os VIF Internos (*Variance Inflation Factor* – VIF). Os valores dos VIF internos são relevantes para avaliar a colinearidade entre os construtos. Hair et al. (2016) afirmam que valores recomendados para os fatores de inflação de variância devem ser inferiores a 5. O modelo possui VIF internos abaixo de 5, isto é, o modelo estrutural não possui multicolinearidade.

Tabela 7 – Validade Discriminante do modelo e estatística descritiva.

Variável latente	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
(1) Benefícios fiscais	1,00											
(2) Crescimento	-0,01	0,86										
(3) Efeitos Fiscais	-0,42	0,07	1,00									
(4) Estrutura de Capital	0,02	-0,05	-0,28	0,79								
(5) Liquidez	-0,04	0,00	0,09	-0,43	0,94							
(6) Rentabilidade	-0,22	0,21	0,51	-0,38	0,11	0,94						
(7) Risco do Negócio	0,14	-0,08	-0,34	0,41	-0,05	-0,37	0,98					
(8) Singularidade	-0,06	-0,12	-0,11	0,02	0,01	-0,11	0,14	1,00				
(9) Tamanho	-0,06	0,06	0,25	-0,57	0,02	0,32	-0,42	-0,15	0,83			
(10) Tangibilidade	0,05	0,01	0,04	0,07	-0,16	-0,03	-0,11	0,04	-0,06	0,98		
(11) Tempo (Idade)	0,09	0,01	0,02	-0,14	0,02	0,02	0,04	-0,09	0,15	-0,28	0,89	
(12) Valor de Mercado	-0,02	0,04	0,22	-0,42	-0,03	0,30	-0,30	-0,07	0,82	-0,08	0,25	1,00
M	1,00	0,70	1,00	0,62	0,88	0,88	0,97	1,00	0,70	0,95	0,79	1,00
STDEV	0,00	0,12	0,00	0,01	0,01	0,02	0,00	0,00	0,02	0,00	0,01	0,00
VIF Internos	1,26	1,06	1,65	1,00	1,04	1,55	1,40	1,06	1,32	1,16	1,13	-

Nota: Nas diagonais são as raízes quadradas do AVE (*Variância Média Extraída*), enquanto que fora das diagonais no triângulo inferior são as correlações entre os construtos. M (Média da amostra - AVE); STDEV (Desvio Padrão - AVE); VIF (*Variance Inflation Factor*).

Fonte: Dados da pesquisa.

Como mencionam Ringle, Silva e Bido (2014), para um bom ajuste do modelo de mensuração estrutural alguns parâmetros devem ser atendidos. Normalmente, os critérios mais utilizados para se avaliar os construtos reflexivos em modelos PLS-SEM são Validade Convergente, Confiabilidade da Consistência Interna e Validade Discriminante (CHIN, 1998; GÖTZ; LIEHR-GOBBERS; KRAFFT, 2010; HAIR et al., 2016).

Na Tabela 8 é possível observar os resultados alcançados para a Validade Convergente, Confiabilidade da Consistência Interna e a Validade Discriminante, para melhor ajuste do modelo de mensuração.

Para a Validade Convergente é preciso avaliar as Cargas Externas e a Variância Média Extraída (AVE - *Average Variance Extracted*). A Variância Média Extraída deve estar acima de 0,5 para cada construto para serem significativas ($AVE > 0,50$) (HENSELER; RINGLE; SINKOVICS, 2009).

Para as Cargas Externas (CE) dos indicadores, buscou-se dentro do mesmo construto cargas que fossem significativas com valores acima de 0,7 ($CE > 0,7$). Em alguns casos específicos seguiu-se os critérios adotados por Hair et al. (2014) e Guedes Neto et al. (2016), permitindo indicadores com cargas externas superiores a 0,50 estritamente por verificar que o indicador contribuiu de forma significativa para o modelo e a teoria. Como salientam Hair et al. (2014), pesos de cargas externas não significativas podem ser aceitos quando o indicador é relevante e apresentam valores superiores a 0,50.

Na Confiabilidade da Consistência Interna (confiabilidade do modelo) dois pontos são relevantes: o Alfa de Cronbach e a Confiabilidade Composta. Tanto para a Confiabilidade Composta quanto para o Alfa de Cronbach os valores devem estar acima de 0,70 ($AC > 0,70$; $CC > 0,70$), o que assegura melhor ajuste do modelo (HAIR et al., 2014).

Outro ponto a ser verificado é a Validade Discriminante, que pode ser conferida por meio das cargas cruzadas (*crossloadings*) ou por meio do Critério de Fornell e Larcker. Na Tabela 8 optou-se por um critério mais conservador, que é o Critério de Fornell e Larcker (FORNELL; LARCKER, 1981), no qual comparam-se as raízes quadradas das variâncias médias extraídas (valores das AVE) com as correlações de Pearson entre os demais construtos latentes. Os valores das raízes quadradas das AVEs (na diagonal da TABELA 7) devem sempre ser maiores que os valores das correlações para os construtos (triângulo inferior da TABELA 7) para se confirmar a validade discriminante no modelo.

A Tabela 8 apresenta um resumo das avaliações do modelo de mensuração para os construtos reflexivos, validando os ajustes para o modelo da pesquisa.

Tabela 8 – Resultados sintetizados para o modelo de medição reflexiva ajustado na pesquisa.

Variável latente	Indicadores	Validade Convergente		Confiabilidade da Consistência Interna		Validade Discriminante
		Cargas Externas	Variância Média Extraída	Alfa de Cronbach	Confiabilidade Composta	Fornell-Larcker
		CE > 0,50	AVE > 0,50	AC > 0,70	CC > 0,70	Crítério
Estrutura de Capital	END_C_CP	0,79				
	END_C_D	0,96				
	END_C_DF	0,69	0,62	0,85	0,89	$0,79 = \sqrt{AVE}$
	END_C_LP	0,70				
	END_M_D	0,77				
Liquidez	LIQ.C	0,98				
	LIQ.G	0,88	0,88	0,96	0,97	$0,94 = \sqrt{AVE}$
	LIQ.I	0,92				
	LIQ.S	0,97				
Rentabilidade	EBTIDA2.T	0,94				
	ROA.T	0,94	0,88	0,94	0,96	$0,94 = \sqrt{AVE}$
	ROAOP.T	0,94				
Risco do Negócio	RISC.1	0,99	0,97	0,97	0,98	$0,98 = \sqrt{AVE}$
	RISC.2	0,98				
Tamanho	TAM.AT	0,80				
	TAM.PL	0,96	0,70	0,86	0,87	$0,83 = \sqrt{AVE}$
	TAM.V.T	0,72				
Tangibilidade	TANG_1	0,98	0,95	0,95	0,98	$0,98 = \sqrt{AVE}$
	TANG_2	0,97				
Tempo (Idade)	ID	0,84	0,79	0,75	0,88	$0,89 = \sqrt{AVE}$
	IDCVM	0,94				
Crescimento	CRESC1.T	0,72	0,74	0,72	0,85	$0,86 = \sqrt{AVE}$
	CRESC2.T	0,98				
Efeitos Fiscais	FISC.T	1,00	1,00	1,00	1,00	$1,00 = \sqrt{AVE}$
Benefícios fiscais	NDTS.1.E	1,00	1,00	1,00	1,00	$1,00 = \sqrt{AVE}$
Singularidade	SING1.T	1,00	1,00	1,00	1,00	$1,00 = \sqrt{AVE}$
Valor de Mercado	VM	1,00	1,00	1,00	1,00	$1,00 = \sqrt{AVE}$

Nota: END_Cont_D (Endividamento a valor contábil); END_Cont_DF (Endividamento financeiro a valor contábil); END_Cont_CP (Endividamento de curto prazo a valor contábil); END_Cont_LP (Endividamento de longo prazo a valor contábil); END_Merc_D (Endividamento a valor de mercado); LIQ.C (Liquidez corrente); LIQ.G (Liquidez Geral); LIQ.I (Liquidez Imediata); LIQ.S (Liquidez Seca); EBTIDA2.T (EBTIDA sobre Ativo total); ROA.T (Rentabilidade do Ativo); ROAOP.T (Rentabilidade operacional do ativo); RISC.1 (Desvio-padrão do ROA); RISC.2 (Desvio-padrão do ROAOP); TAM.AT (Logaritmo do Ativo total); TAM.PL (Logaritmo do Patrimônio líquido); TAM.V.T (Logaritmo das Receita operacional líquida); TANG1 e 2 (Tangibilidade dos Ativos); ID (Tempo de existência da empresa); IDCVM (Tempo de registro na CVM); CRESC1 e CRESC2 (Oportunidade de Crescimento); FISC.T (Efeitos Fiscais - *Nível de Tax Shields*); NDTS.1.E (Benefícios fiscais não gerados pelo endividamento - *Nontax Shields*); SING1.T (Singularidade dos Ativos); VM (Valor de Mercado). Obs.: Para detalhes dos cálculos realizados ver Tabela 2.

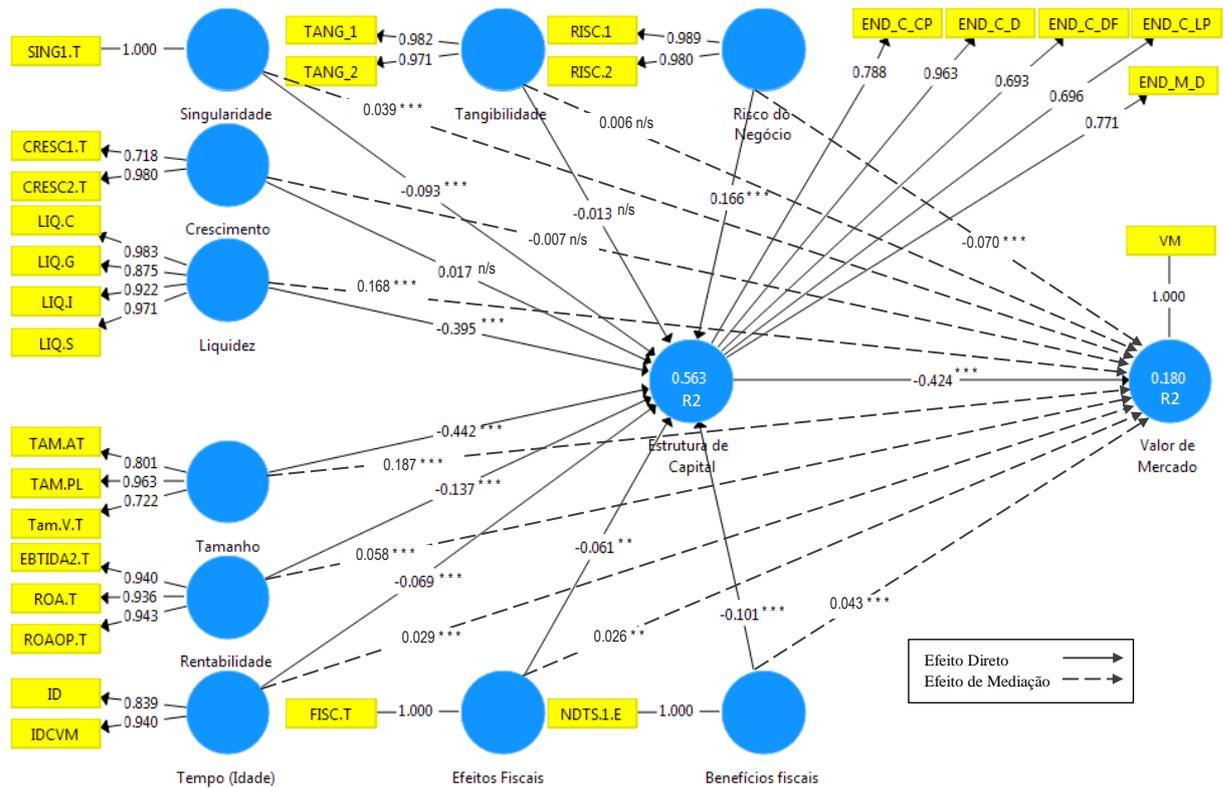
Fonte: Dados da pesquisa.

A Figura 20 apresenta o desenho do modelo de mensuração utilizado. No que se refere aos valores de R^2 , Chin (1998), Henseler, Ringle e Sinkovics (2009) e Hair et al. (2016) argumentam que valores de 0,67, 0,33 e 0,19 para os construtos endógenos do modelo interno são considerados como substanciais, moderados ou fracos. Entretanto, trabalhos da área de ciências, tais como Cohen (1988) e Bido e Silva (2019), apresentam efeitos para R^2 de pequeno ($R^2 = 0,02$); médio ($R^2 = 0,13$); grande ($R^2 = 0,26$).

Observa-se na Figura 20 que as linhas contínuas que ligam os construtos se referem aos efeitos diretos do modelo, por outro lado as linhas pontilhadas se referem aos efeitos indiretos e representam as relações de mediação, isto é, as relações entre os determinantes da Estrutura de Capital e o Valor de Mercado, que são mediadas pela própria Estrutura de Capital.

O modelo gerado para a Estrutura de Capital como variável explicativa apresentou um R^2 de 0,563. Isto significa que 56,3% das variações ocorridas na Estrutura de Capital das empresas pesquisadas podem ser atribuídas as suas determinantes. Um percentual relevante se comparado aos valores de referência. A outra variável endógena, Valor de Mercado, apresentou R^2 de 0,18, um bom valor considerando que apenas a Estrutura de Capital tem relação direta com ela, ou seja, 18% das variações ocorridas no Valor de Mercado podem ser explicadas pela Estrutura de Capital.

Figura 20 – Modelo Estrutural para a Estrutura de Capital e suas determinantes.



Nota: R^2 : coeficiente de determinação, *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,10$, n/s: não significativo.

Fonte: Dados da pesquisa.

Para Henseler, Ringle e Sinkovics (2009) e Hair et al. (2016) explicam que as estimativas para coeficientes de caminho do modelo estrutural representam valores estimados das relações de trajetória no modelo e devem ser analisados em termos de sinal, magnitude e

significância (este último via *bootstrapping*). Neste sentido, para análise do modelo estrutural, utilizou-se um procedimento de *bootstrapping* completo, o qual gerou um total de 5.000 subamostras. Este procedimento visa garantir a robustez do modelo de caminhos e possibilita verificar os coeficientes e as hipóteses propostas na pesquisa.

Dentro desta perspectiva, a Tabela 9 apresenta os resultados das Hipóteses de pesquisa. O resultado mostra que das relações testadas apenas os construtos de Tangibilidade e Crescimento não tiveram um β significativo (significância do valor de $T^{***} = p < 0,001$). O parâmetro para se aceitar alguma hipótese teórica no modelo estrutural por meio da estatística T é que o valor seja maior que 1,96 (HAIR et al., 2014), o que não ocorre para Tangibilidade (valor T de 1,404, coeficiente de caminho de -0,013) e Crescimento (valor T de 0,001 e coeficiente de caminho de 0,017).

A Tabela 9 apresenta ainda os resultados do tamanho do efeito f^2 referente às relações estruturais do modelo. Para se avaliar os valores de f^2 pode-se utilizar a faixa de tamanhos de efeito, proposta por Henseler, Ringle e Sinkovics (2009), na qual valores 0,02, 0,15 e 0,35, indicam, respectivamente, efeitos pequenos, efeitos médios e efeitos grandes dos construtos exógenos.

Dentre as teorias confrontadas observa-se que a *Pecking Order Theory*, também denominada como Teoria de Hierarquia das Escolhas de Myers e Majluf (1984) e Myers (1984), é a teoria com mais sinais suportados no modelo, a *Pecking Order Theory*, parte do pressuposto de que a obtenção de recursos corresponde a uma ordem de importância, ou seja, admite-se que as empresas priorizem ou prefiram o uso de determinadas fontes em relação a outras.

Como a *Pecking Order Theory* apresenta sinais opostos às outras teorias (não todas), parece ocorrer para a maior parte das empresas da amostra as escolhas de financiamento são determinadas por uma hierarquia de escolhas – possivelmente como mostrado anteriormente no QUADRO 6, ocorrer na seguinte ordem: em 1º lugar utiliza-se financiamento interno; em 2º lugar a distribuição de dividendos; em 3º lugar utiliza-se de finanças externas; e em 4º lugar a emissão de dívida, seguida por emissão de títulos conversíveis e, como último recurso, recorrência à participação acionária externa – o que não necessariamente objetiva atingir um nível de endividamento ótimo que equilibrasse os custos de falência e de agência com os benefícios fiscais da dívida, elevando o Valor de Mercado da empresa.

Isso explica o sinal negativo entre a Estrutura de Capital e o Valor de mercado (TABELA 9). Neste contexto, as decisões de investimentos parecem, como afirma Myers e Majluf (1984) e Myers (1984), serem projetadas para suavizar as ineficiências (risco moral e

seleção adversa) das decisões de investimento sobre Estrutura de Capital as quais são ocasionadas pela assimetria de informação.

A questão da hierarquia de escolhas também pode ser compreendida ao se verificar (TABELA 9) que o Tamanho é positivamente correlacionado com a Estrutura de Capital. Assim, conforme a empresa se desenvolve, crescendo e passando por suas etapas de maturidade, ela apresenta preferências diferentes a cada etapa pelas opções de financiamento disponíveis.

Como pode ser visto na Tabela 9, a única relação significativa que a *Pecking Order Theory* não contempla é a relação entre Risco do Negócio e a Estrutura de Capital. Para a *Pecking Order Theory* essa relação deveria ser negativa. Entretanto, para o resultado se mostra positivo, o que é amparado apenas pela Teoria da Agência. Segundo Jensen e Meckling (1976) e Kayo (2002), isso pode indicar um conflito de interesses entre acionistas e credores, o qual intensifica o uso de capital de terceiros elevando os níveis de endividamento, para tentar minimizar o problema de agência e, conseqüentemente, aumenta os custos de agência das dívidas (FIGURA 6) gerando um maior risco para o negócio, o que explica o sinal positivo entre risco e endividamento.

Tabela 9 – Síntese das hipóteses da pesquisa e seus resultados.

Hipóteses e Sinais esperados				Relações Estruturais Efeitos Diretos	Coeficiente de caminho				Resultado	Teorias Suportadas			
ST	TA	PO	AI		(β)	Valor de T	Efeito f^2	Sinal encontrado		ST	TA	PO	AI
HEC1 (+)	HEC2 (+)	HEC3 (-)	HEC4 (+)	Tangibilidade -> EC	-0,013 ^{n/s}	1,404	0,000 ^{n/s}	n/s	n/s				
HEC5 (-)	Ind.	HEC6 (-)	Ind.	Singularidade -> EC	-0,093 ^{***}	6,677	0,019 ^{***}	-	Aceita	X		X	
HEC7 (+)	HEC8 (+)	HEC9 (-)	HEC10 (+)	Rentabilidade -> EC	-0,137 ^{***}	6,480	0,028 ^{***}	-	Aceita			X	
HEC11 (-)	HEC12 (-)	HEC13 (+)	HEC14 (-)	Crescimento -> EC	0,017 ^{n/s}	1,500	0,001 ^{n/s}	n/s	n/s				
HEC15 (+)	HEC16 (+)	HEC17 (-)	HEC18 (-)	Tamanho -> EC	-0,442 ^{***}	25,705	0,337 ^{***}	-	Aceita			X	X
HEC19 (-)	HEC20 (+)	HEC21 (-)	HEC22 (-)	Risco do Negócio -> EC	0,166 ^{***}	5,876	0,045 ^{***}	+	Aceita		X		
HEC23 (+)	HEC24 (-)	HEC25 (-)	HEC26 (-)	Liquidez -> EC	-0,395 ^{***}	58,010	0,342 ^{***}	-	Aceita		X	X	X
HEC27 (-)	Ind.	HEC28 (-)	Ind.	Benefícios fiscais -> EC	-0,101 ^{***}	4,609	0,019 ^{**}	-	Aceita	X		X	
HEC29 (+)	Ind.	Ind.	Ind.	Efeitos Fiscais -> EC	-0,061 ^{**}	2,600	0,005 ^{n/s}	-	Rejeita				
	Ind.	Ind.	Ind.	Tempo (Idade) -> EC	-0,069 ^{***}	6,373	0,010 ^{***}	-	Ind.				
				EC -> VM	-0,424 ^{***}	30,903	0,219 ^{***}	-					

Notas: *** Estatisticamente significativa ao nível de 0,001. H_6 e H_7 efeito indireto. *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,10$, n/s: não significativo. EC (Estrutura de Capital); VM (Valor de Mercado); Ind. (Indeterminado); TA (Teoria da Agência), AI (Assimetria de Informação), ST (*Static Trade-off*), PO (*Pecking Order*); Os valores de T são significativos $> 1,96$. Para o Tamanho de efeito f^2 valores 0,02 (efeitos pequenos), 0,15 (efeitos médios) e 0,35 (efeitos grandes).

Fonte: Dados da pesquisa.

Seguindo a lacuna de pesquisa apresentada por Nascimento et al. (2018), sobre a falta de exploração dos efeitos diretos, indiretos e totais, entre as principais variáveis do campo de finanças, optou-se por testar as complexas relações dos efeitos indiretos entre as Determinantes da Estrutura de Capital e do Valor de Mercado por meio da mediação da Estrutura de Capital. Essas relações foram apresentadas na Figura 20, mas podem ser melhor visualizadas na Tabela 10.

Para se verificar o efeito de mediação na Tabela 10, é preciso salientar que o construto de Estrutura de Capital atua como variável mediadora entre a maioria das suas determinantes e o Valor de Mercado. Isto é apresentado nos β estatisticamente significativos (β ; Valor de $T^{***} = p < 0,001$). Estes resultados indicam que a própria Estrutura de Capital absorve parte do relacionamento (reduz a força do impacto) entre os construtos dos seus próprios determinantes e Valor de Mercado, reduzindo assim a força de impacto das determinantes sobre o Valor de Mercado das empresas pesquisadas.

Tabela 10 – Síntese das hipóteses de mediação encontradas.

Resultados Empíricos testados para os Efeitos Indiretos (Mediação)	(β)	T	Sinal	Resultados Empíricos Encontrados
Benefícios fiscais -> EC -> VM	0,043 ^{***}	4,549	+	Mediação positiva
Crescimento -> EC -> VM	-0,007 ^{n/s}	1,498	n/s	n/s
Efeitos Fiscais -> EC -> VM	0,026 ^{**}	2,597	+	Mediação positiva
Liquidez -> EC -> VM	0,168 ^{***}	31,170	+	Mediação positiva
Rentabilidade -> EC -> VM	0,058 ^{***}	6,432	+	Mediação positiva
Risco do Negócio -> EC -> VM	-0,070 ^{***}	5,661	-	Mediação negativa
Singularidade -> EC -> VM	0,039 ^{***}	6,466	+	Mediação positiva
Tamanho -> EC -> VM	0,187 ^{***}	20,642	+	Mediação positiva
Tangibilidade -> EC -> VM	0,006 ^{n/s}	1,403	n/s	n/s
Tempo (Idade) -> EC -> VM	0,029 ^{***}	5,875	+	Mediação positiva

Notas: *** Estatisticamente significativa ao nível de 0,001. H_6 e H_7 efeito indireto. *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,10$, n/s: não significativo. EC (Estrutura de Capital); VM (Valor de Mercado); Ind. (Indeterminado); os valores de T são significativos $> 1,96$. Para o Tamanho de efeito f^2 valores 0,02 (efeitos pequenos), 0,15 (efeitos médios) e 0,35 (efeitos grandes).

Fonte: Dados da pesquisa.

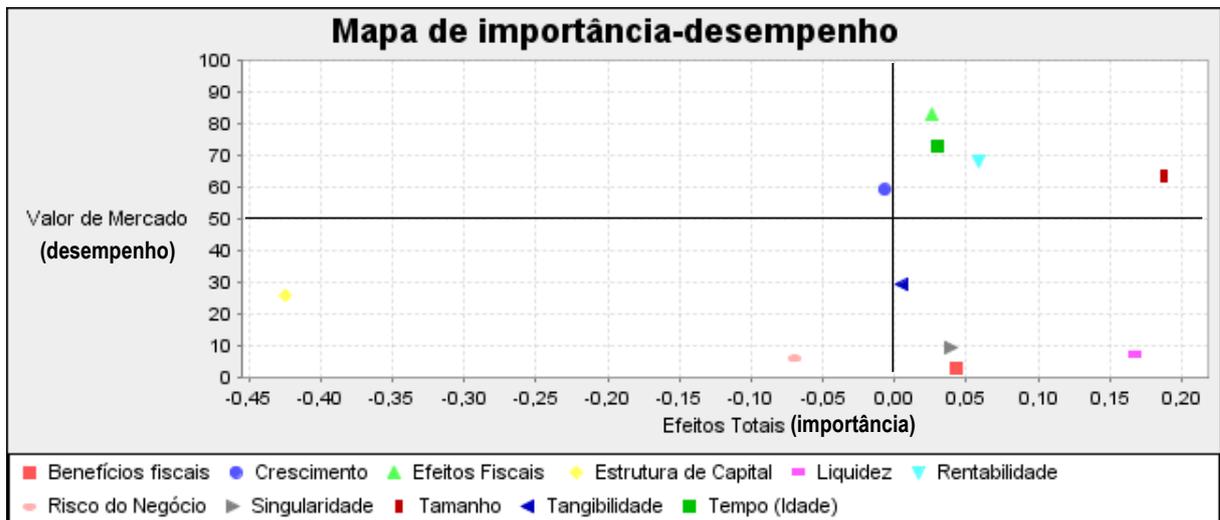
O principal objetivo desta análise é propor resultados empíricos sobre a mediação entre as Determinantes da Estrutura de Capital e o Valor de Mercado. Espera-se que os sinais encontrados possam ser utilizados em pesquisas futuras e fomentem uma nova discussão sobre como os efeitos indiretos podem ser analisados em trabalhos de finanças e quais os resultados esperados.

Estes resultados encontrados na mediação podem ainda ser completados ao se relacionar os efeitos totais (importância) com o desempenho (escores médios em escala de 0 a 100) (BIDO; SILVA, 2019). Como argumentam Ringle, Wende e Becker (2015, p. 1), o “mapa de importância-desempenho inclui todas os construtos no modelo de caminhos PLS-SEM que são construtos antecedentes indiretos e diretos do construto alvo selecionado no modelo de caminhos PLS”.

Analisando a Figura 21 fica evidente que o construto de Tamanho possui a maior importância para o valor de mercado da empresa, ou seja, quanto maior o tamanho da empresa maior seu valor de mercado. O construto de Tamanho, no que se refere ao seu desempenho já se encontra acima da média na influência do Valor de Mercado. Sendo assim, possui uma margem menor para ser melhorado por grandes empresas (de um escore de 64 até 100).

Por outro lado, o segundo construto mais importante é a Liquidez e este representa uma grande oportunidade para ser gerenciado. Isto porque ele tem maior importância (acima da média), mas um desempenho relativamente baixo (abaixo da média). Como o desempenho da Liquidez é baixo, ele ainda possui muito a melhorar e por isto pode contribuir muito com empresas que buscam melhores margens de Valor de Mercado. Contudo, do ponto de vista gerencial alterar a posição de liquidez da firma implicaria automaticamente na gestão de outros indicadores econômicos/financeiros, o que seria possível caso o gestor considerasse essa alteração relevante. É preciso considerar que uma variável como a idade da firma não pode ser alterada com é o caso da posição de liquidez da empresa.

Figura 21 – Mapa importância-desempenho para o Valor de Mercado como construto alvo.



Fonte: Dados da pesquisa.

Outro ponto significativo é que o construto com maior desempenho (influência na variável foco / Valor de Mercado), é o Efeitos Fiscais (*Nivel de Tax Shields*) que é medido pela razão entre o LAIR (lucro antes do imposto de renda) e a Receita operacional líquida.

Por outro lado, os Benefícios fiscais não gerados pelo endividamento (*Nontax Shields*) também apresentam importância significativa (acima da média), e possuem um desempenho muito baixo. Isto se converte em uma possibilidade gerencial, já que o gestor pode atuar diretamente no Escudo Fiscal – depreciação mais amortização mais exaustão dividido pela receita operacional líquida – da empresa para elevar o Valor de Mercado da firma.

Essa discussão, direciona-se para as proposições de Modigliani e Miller (1963) na qual os autores argumentam que:

[...] as vantagens fiscais de financiamento da dívida são um pouco maiores do que inicialmente sugerida e, nessa medida, a diferença quantitativa entre as avaliações sugeridas por nossa posição e pela visão tradicional é estreitada. Continua a ser verdade, no entanto, que, sob nossa análise as vantagens fiscais de dívida são as únicas vantagens de carácter permanente [...]. (MODIGLIANI; MILLER, 1963, p. 434, tradução nossa).

Esses achados demonstram que as proposições de Modigliani e Miller (1963) em algum nível podem ser exploradas para o contexto. Apesar dos Efeitos Fiscais e dos Benefícios Fiscais não serem os únicos construtos a influenciar o valor de mercado, eles são importantes e se configuram acima da média dentro da análise.

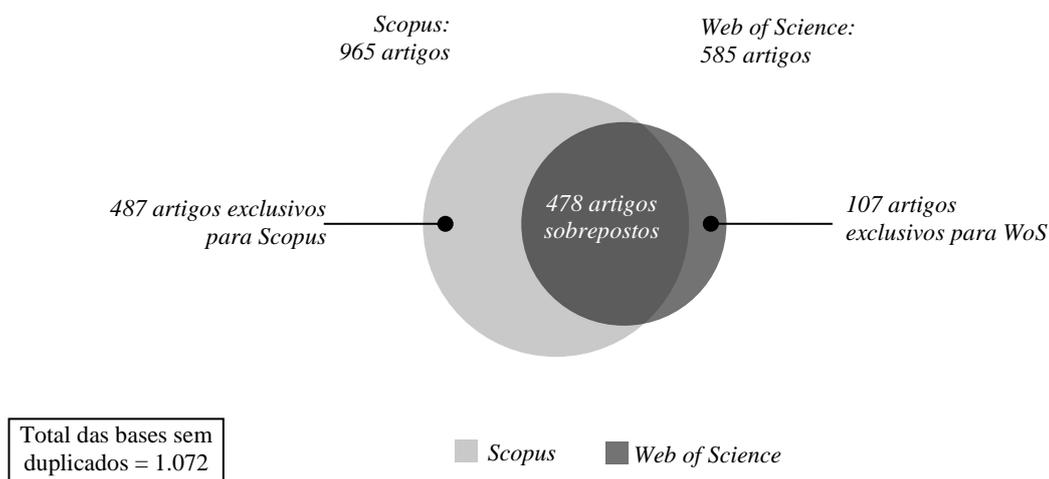
Como Crescimento e Tangibilidade não foram significativos suas importâncias se aproximam de zero. Já Risco do Negócio e a Estrutura de Capital demonstraram uma importância negativa, acompanhando os sinais apresentados na Tabela 9 e na Tabela 10.

Essas descobertas são relevantes para se entender o comportamento dos indicadores econômico-financeiros das empresas em relação a Estrutura de Capital e ao Valor de Mercado.

4.3 Levantamento bibliométrico sobre Estrutura de Propriedade (1975–2018)

Utilizando-se do *Framework* de pesquisa apresentado anteriormente (Quadro 6), pretende-se realizar um estudo bibliométrico e uma cientometria sobre a temática de Estrutura de Propriedade. A pesquisa inicial revelou 585 artigos na *Web of Science* e 965 na *Scopus*, considerando que houve artigos sobrepostos nas bases a *Scopus* foi a que tem maior número de artigos exclusivos. No total, sem considerar os artigos duplicados foram encontrados 1.072 artigos. A busca nas duas bases visou abranger um número maior de artigos do campo de publicações em Estrutura de Propriedade. Um resumo das buscas pode ser visto na Figura 22.

Figura 22 – Artigos sobre Estrutura de Propriedade na Scopus e da Web of Science.

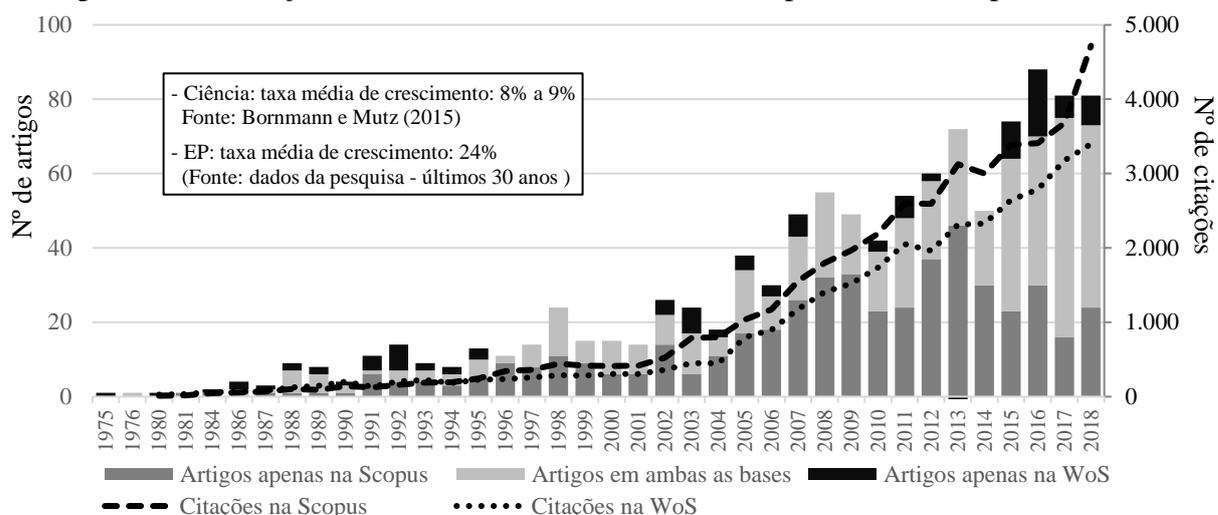


Fonte: Dados da pesquisa.

Nesta pesquisa na *Web of Science* o primeiro artigo encontrado foi o trabalho de Kolm de 1975, intitulado *Changes in property and ownership structures in Portugal since the fall of the fascist regime in 1974*, publicado no *SC Temps Modernes*. Em seguida foi publicado *Theory of firm - managerial behavior, agency costs and ownership structure* (JENSEN; MECKLING, 1976) publicado no *Journal of Financial Economics*. Na base Scopus, o artigo mais antigo encontrado foi Jensen e Meckling (1976).

A Figura mostra que o número de artigos cresceu a partir de 2005, chegando, nos últimos 30 anos, a uma taxa média de crescimento de 24%.

Figura 23 – Evolução da literatura sobre Estrutura de Propriedade na Scopus e da WoS.



Fonte: Dados da pesquisa.

Os dez principais periódicos representam 67% das 77.508 (*WoS* 33.841 mais *Scopus* 43.667 citações) citações em ambas as bases de dados. O periódico *Corporate Ownership and Control* foi o que mais publicou com 75 artigos. Como pode ser visualizado na Tabela 11.

Tabela 11 – Periódicos que mais publicaram nas bases da Scopus e da WoS.

#	Periódicos (ISSN)	Freq.		Citação		Fator de Impacto	
		N	%	Scopus	WoS	SJR (2017)	JCR (2017)
1	Corporate Ownership and Control (1727-9232)	75	7,00%	136	-	0,115	-
2	Journal of Banking & Finance (0378-4266)	24	2,24%	1.320	1.027	1,503	1,931
3	Corporate Governance (Bingley) (1472-0701)	19	1,77%	309	38	0,336	-
4	Journal of Financial Economics (0304-405X)	19	1,77%	22.563	18.904	12,489	5,162
5	Corporate Governance (0964-8410)	17	1,59%	536	488	1,136	2,705
6	Journal of Corporate Finance (0929-1199)	16	1,49%	1.504	1.140	1,461	2,215
7	Managerial Finance (0307-4358)	13	1,21%	150	2	0,210	-
8	Strategic Management Journal (0143-2095)	13	1,21%	1.818	1.568	8,006	5,482
9	Applied Financial Economics (0960-3107)	11	1,03%	158	-	0,371	-
10	Applied Economics (0003-6846)	10	0,93%	73	-	0,445	0,750
Parcial		217	20%	28.567	23.167	Média FI	
Outros periódicos		855	80%	15.100	10.674	2,607	3,041
Total		1.072	100%	43.667	33.841		

Fonte: Dados da pesquisa.

Os gráficos dentro da Tabela 12 demonstram a tendência das citações dos artigos a partir do ano 2000, o que se observa é que apesar das Citações da base *Scopus* serem mais volumosas elas estão diretamente correlacionadas com as citações da base *WoS*.

Um ponto sobre os gráficos que representa as citações por ano, é que o primeiro gráfico tem escala de 0 a 180, porque as citações anuais de Jensen M.C., Meckling W.H. 1976

chegam a 1434 e 1765 citações no ano de 2018 nas bases *Scopus* e *WoS* respectivamente. Todos os outros gráficos possuem escalas de 0 a 100, para facilitar a comparação entre os trabalhos.

Tabela 12 – Artigos mais citados sobre Estrutura de Propriedade na base da Scopus e da WoS.

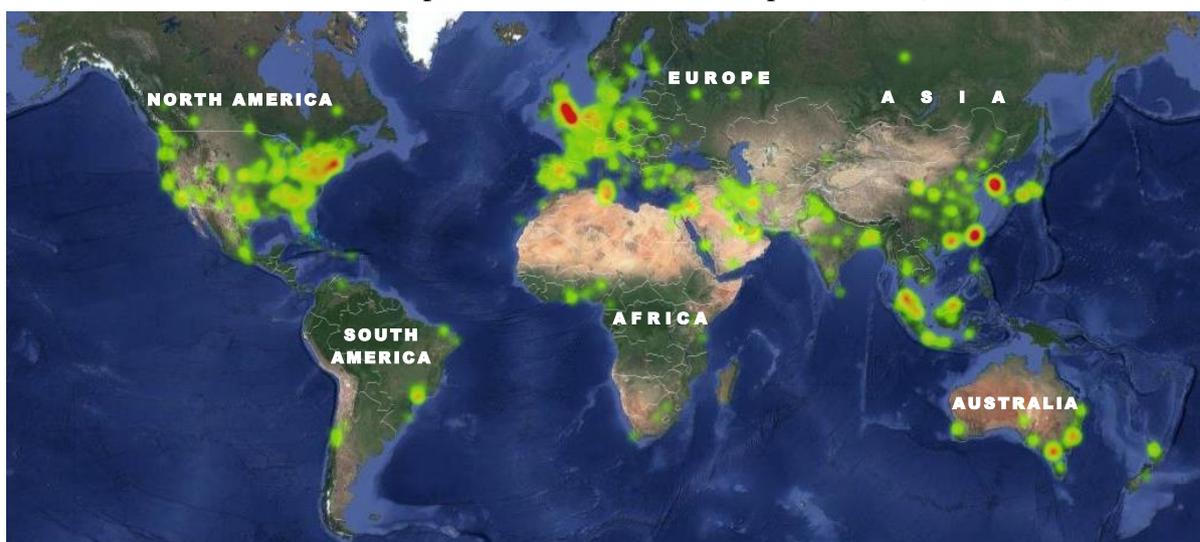
#	Título	Autores	Periódicos (ISSN)	Citações (Média anual)		Citações por ano	
				Scopus	WoS	■ Scopus	■ WoS
1	Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure	Jensen e Meckling (1976)	Journal of Financial Economics	19489 (456,71)	16520 (389,48)		
2	Ownership structure and corporate performance	Demsetz e Villalonga (2001)	Journal of Corporate Finance	771 (44,71)	588 (34,18)		
3	Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia	Fan e Wong (2002)	Journal of Accounting and Economics	760 (46,75)	609 (37,75)		
4	Ownership structure and voting on antitakeover amendments	Brickley, Lease e Smith Jr. (1988)	Journal of Financial Economics	650 (20,58)	531 (16,84)		
5	Agency costs and ownership structure	Ang, Cole e Lin (2000)	Journal of Finance	555 (28,47)	441 (22,89)		
6	Ownership structure and economic performance in the largest European companies	Thomsen e Pedersen (2000)	Strategic Management Journal	525 (28,28)	392 (22,71)		
7	Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis	Lemmon e Lins (2003)	Journal of Finance	514 (31,06)	400 (26,13)		
8	Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis	Cho e MH (1998)	Journal of Financial Economics	449 (22,20)	317 (15,65)		
9	Board composition, ownership structure, and hostile takeovers	Shivdasani (1993)	Journal of Accounting and Economics	422 (16,04)	309 (11,81)		
10	Ownership Structure, Deregulation, and Bank Risk Taking	Saunders, Strock e Travlos (1990)	The Journal of Finance	413 (14,32)	326 (11,10)		

Fonte: Dados da pesquisa.

O artigo com mais citações foi *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure* de Jensen e Meckling (1976) publicado no Journal of Financial Economics. O trabalho *Ownership Structure, Deregulation, and Bank Risk Taking* de Saunders, Strock e Travlos (1990) não apareceu na busca original na WoS porque o artigo está classificado como “Nota” no campo tipo de documento, sendo assim, ele foi excluído da busca original. Entretanto, como ele está classificado como artigo na Scopus e figura entre os dez mais citados da base ele foi inserido na tabela e seu número de citação foi consultado na

base WoS pós-busca. O mesmo ocorreu com o trabalho *Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis*, de Lemmon e Lins (2003) que está classificado como “Revisão” no campo tipo de documento, na Base Scopus. O mapa (FIGURA 24) enfatiza os países e instituições em que as pesquisas sobre estrutura de propriedade foram desenvolvidas.

Figura 24 – Mapa de calor dos pontos de geolocalização dos autores que publicaram artigos sobre Estrutura de Propriedade indexados na Scopus e WoS (1975-2018).



Nota: Elaborado utilizando: *Google Fusion Tables* e *Sci2 Tool - Science of Science* (TEAM, 2009). As cores amarelas indicam pontos de calor no mapa, e as cores vermelhas representam alta concentração de pontos no mapa.

Fonte: Dados da pesquisa.

Para analisar os resultados das palavras chaves de forma mais representativa, buscando tendências nas pesquisas pode-se observar na Tabela 13 uma lista com palavras com os valores de *burst* (explosões) mais fortes. Observa-se que temas como *commercial bank*, *family ownership*, *foreign ownership*, *financial crisis*, *disclosure*, *state ownership* ainda podem ser consideradas como temas “quentes” e estão sendo muito utilizadas após terem sofrido uma explosão (no volume de utilização) no ano de 1990 e 2018 respectivamente.

A Tabela 13 apresenta na primeira coluna o nome da palavra-chave, na segunda coluna é demonstrado a força (*strength*) da explosão desta palavra, o que permite comparar a força da explosão entre todas as palavras chaves. Na terceira e quarta coluna pode-se verificar quando se iniciou (*Begin*) a explosão das palavras e quando elas terminaram (*End*), esse período também pode ser visualizado na última coluna que demonstra um período que vai de 1990 até 2018, sendo intervalo de explosão de cada palavra-chave destacado de vermelho.

Tabela 13 – Principais palavras-chave com explosões de citação para as publicações em EP.

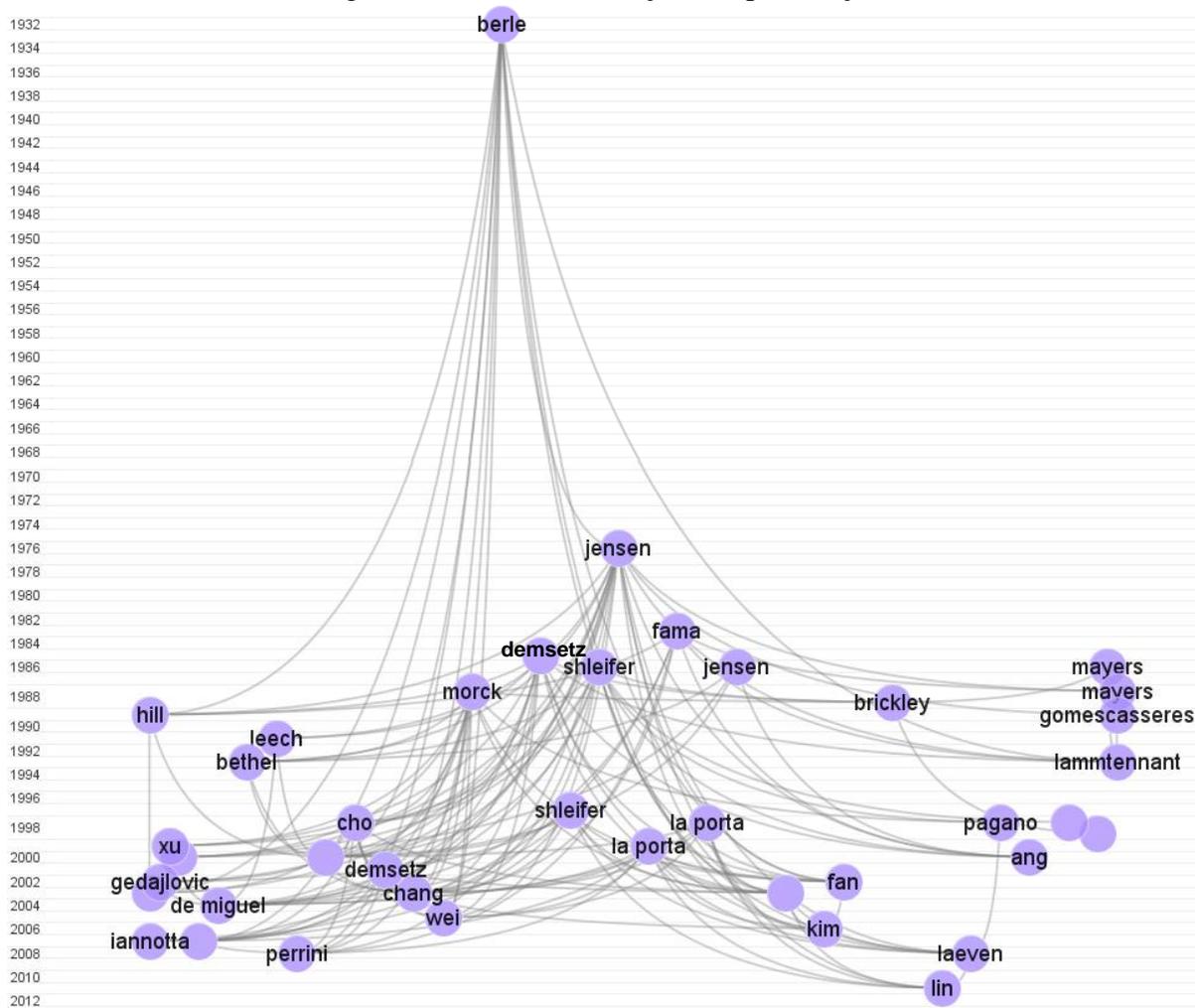
Keywords	Citation burst			
	Strength	Begin	End	1990 - 2018
<i>firm</i>	104.618	1991	2003	
<i>voting right</i>	42.142	1992	2009	
<i>free cash flow</i>	25.135	1993	2002	
<i>ownership structure</i>	51.288	1995	1997	
<i>corporate control</i>	75.128	1997	2007	
<i>cost</i>	52.736	1997	2002	
<i>market</i>	3.022	1997	2001	
<i>entry mode</i>	25.599	1998	2007	
<i>ipo</i>	28.132	1998	2006	
<i>diversification</i>	29.159	1999	2003	
<i>privatization</i>	56.826	2000	2007	
<i>agency cost</i>	4.254	2001	2006	
<i>empirical analysis</i>	49.504	2001	2010	
<i>corporate performance</i>	25.097	2001	2009	
<i>behavior</i>	33.505	2002	2005	
<i>competition</i>	37.384	2002	2008	
<i>foreign direct investment</i>	29.606	2002	2008	
<i>performance</i>	3.088	2002	2004	
<i>governance</i>	28.662	2002	2006	
<i>finance</i>	23.697	2003	2014	
<i>takeover</i>	25.629	2003	2005	
<i>determinant</i>	26.738	2005	2008	
<i>firm ownership</i>	24.509	2005	2009	
<i>initial public offering</i>	31.219	2006	2009	
<i>corporate ownership</i>	68.309	2007	2010	
<i>profitability</i>	30.704	2008	2009	
<i>corporate governance</i>	31.181	2009	2012	
<i>model</i>	26.157	2009	2012	
<i>equity ownership</i>	34.703	2010	2012	
<i>germany</i>	23.486	2010	2011	
<i>investor protection</i>	37.801	2010	2012	
<i>capital structure</i>	30.966	2010	2013	
<i>foreign</i>	2.881	2011	2012	
<i>government ownership</i>	30.726	2012	2016	
<i>business group</i>	26.289	2012	2013	
<i>malaysia</i>	32.504	2013	2015	
<i>economy</i>	31.998	2013	2016	
<i>commercial bank</i>	30.922	2013	2018	
<i>bank</i>	2.578	2014	2016	
<i>family ownership</i>	32.965	2015	2018	
<i>choice</i>	29.328	2015	2018	
<i>risk taking</i>	26.448	2015	2018	
<i>foreign ownership</i>	5.08	2015	2018	
<i>innovation</i>	24.199	2015	2016	
<i>productivity</i>	24.199	2015	2016	
<i>financial crisis</i>	28.079	2016	2018	
<i>disclosure</i>	37.657	2016	2018	
<i>state ownership</i>	23.729	2016	2018	

Nota: As palavras chaves estão disponíveis a partir de 1990.

Fonte: Dados da pesquisa.

Por último, a Figura 25 mostra a rede de citações geradas no CitNetExplorer 1.0.0, para as publicações sobre Estrutura de Propriedade.

Figura 25 – Redes de citação das publicações.



Nota: (frequência > = 78).

Fonte: Dados da pesquisa.

Desde das constatações de Berle e Means (1932) sobre a separação entre propriedade e controle nas grandes corporações, que auxiliaram na formulação da teoria da agência de Jensen e Meckling (1976), diversos estudos testaram hipóteses a respeito da natureza do conflito entre gestores e proprietários e tentaram mensurar seus impactos econômicos.

4.4 O efeito mediador da Estrutura de Propriedade no Valor de Mercado

Busca-se neste tópico, apresentar os resultados encontrados, por meio da modelagem de equações estruturais para as relações teóricas (hipóteses) esperadas entre a Estrutura de Propriedade e seus determinantes. Também verificou as hipóteses empíricas para a mediação realizada pela Estrutura de Propriedade, entre os seus determinantes e o Valor de Mercado.

Utilizando-se de parte dos achados do tópico anterior (TÓPICO 4.3), pode-se fundamentar a discussão desta seção. Observa-se que a literatura sobre Estrutura de Propriedade possui um alto volume de pesquisas em âmbito internacional e apesar de existirem muitos trabalhos sobre Estrutura de Propriedade, o foco desta etapa está voltado para os Determinantes da Estrutura de Propriedade e suas relações com as variáveis que representam a Estrutura de Propriedade.

Entre os trabalhos que fundamentam essas relações pode-se citar Demsetz e Lehn (1985), Himmelberg, Hubbard, Palia (1999), Van Der Elst (2004), Silveira (2004), Pindado e De La Torre (2008), Abidin, Reddy e Chen (2012), Costa, Chaddad e Azevedo (2013) e Dhillon e Rossetto (2015). De forma geral, para esses autores, os determinantes da Estrutura de Propriedade estão relacionados com a proteção ao investidor em nível corporativo. Neste sentido, ainda pode-se citar as decisões sobre risco, desempenho operacional, impacto das decisões financeiras, aumento de capital após o IPO (*Initial Public Offering*), aversão ao risco, abstenção do voto pelos pequenos acionistas, o papel do médio acionista para mitigar o conflito de interesses e ainda um apoio à teoria da agência.

Os determinantes utilizados foram escolhidos de acordo com a literatura do campo de pesquisa. Para a definição dos sinais esperados observou-se uma predominância da Teoria da Agência, sobre as relações teóricas esperadas. Entretanto, durante a revisão, foram encontrados trabalhos divergentes, no que se refere à relação esperada entre a Estrutura de Propriedade e os seus Determinantes, optou-se na maioria das vezes por escolher os sinais ('+' positivo ou '-' negativo) que mais se repetem na literatura e que, preferencialmente, foram comprovados de forma empírica.

A relação detalhada dos Determinantes da Estrutura de Propriedade selecionados e suas relações teóricas, assim como o autor consultado (fonte) para cada relação pode ser vista no Quadro 14. Observa-se, entretanto, que para a relação que apresenta sinal positivo e negativo busca em primeiro momento verificar se a determinante apresenta significância na relação com a Estrutura de Propriedade.

Quadro 14 – Determinantes da Estrutura de Propriedade e suas relações teóricas esperadas.

Determinante da Concentração da Propriedade	Relação Esperada	Autor / Fonte
Endividamento (Estrutura de Capital)	(+) HEP1	Ganguli (2013) e Rocha (2014)
Governança Corporativa	<i>Significativa</i> HEP2	Silveira (2004) e Silveira e Barros (2008)
Tangibilidade dos Ativos (colaterais)	(-) HEP3	Himmelberg, Hubbard e Palia (1999) e Silveira (2004)
Intangibilidade (Natureza da operação)	(+) HEP4	Himmelberg, Hubbard e Palia (1999) e Silveira (2004)
Rentabilidade ou Desempenho Econômico/Financeiro	(-) HEP5	Silveira (2004)
Tamanho da Empresa	(-) HEP6	Demsetz e Lehn (1985), Silveira (2004), Van Der Elst (2004) e Okimura, Silveira e Rocha (2007)
Risco do Negócio	(+) HEP7	Demsetz e Lehn (1985) e Van Der Elst (2004)
Valor de Mercado (Efeito Alinhamento)	(+) HEP8	Jensen e Meckling (1976), Saito e Silveira (2008) e Okimura, Silveira e Rocha (2007)
Valor de Mercado (Efeito Entrincheiramento)	(-) HEP9	Okimura, Silveira e Rocha (2007)
Índice de <i>Payout</i> (Maior concentração do direito de controle, menor índice de <i>payout</i>)	(-) HEP10	Silveira (2004)
Índice de <i>Payout</i> (Maior concentração do direito sobre o FCL, maior índice de <i>payout</i>)	(+) HEP11	Silveira (2004)
Regulamentação do Setor (Indústria)	(-) HEP12	Demsetz e Lehn (1985) Silveira (2004) e Van Der Elst (2004)
Possibilidade de gasto pelo Gestor	(+) HEP13	Jensen (1986) e Silveira (2004)

Nota: O sinal positivo '(+)' indica que a teoria sugere uma relação positiva entre os construtos (coluna 1) e a Estrutura de Propriedade, o sinal negativo '(-)' indica que a teoria sugere uma relação negativa entre a variável e a Estrutura de Propriedade. 'Indeterminado' significa que não há previsão clara. As letras HEC_n indicam as Hipóteses sobre Estrutura de Propriedade, que serão utilizadas para definir as relações no modelo final de Equações Estruturais do último tópico. Considera-se a Rentabilidade do Ativo como um tipo de Desempenho Financeiro/Econômico.

Fonte: Elaborado pelo autor com base nas pesquisas citadas no próprio quadro.

Como observa Campos (2006), existem duas dimensões da Estrutura de Propriedade das companhias. A primeira é a **concentração da propriedade** que se refere ao número de ações em posse de um acionista ou detida por um grupo de acionistas. A segunda é a **identidade do acionista majoritário**, isto é, a classe que detém o controle acionário da companhia, estas classes podem ser: investidor estrangeiro, investidor institucional, banco, fundo de pensão, governo ou família. O que para Theiss e Beuren (2014), são as **Categorias de propriedade**.

Neste sentido, em um primeiro momento, está se trabalhando com a **concentração da propriedade** como *proxy* para se verificar as relações entre a Estrutura de Propriedade e seus Determinantes. Utilizando-se das variáveis de Estrutura de Propriedade citados anteriormente (TABELA 2), elaborou-se um construto contendo as seguintes dimensões: CON.5 (Direito de controle, 5 maiores acionistas, % ações ON); DUAL (Variável binária igual a 1, se existe emissão de duas classes de ações e 0, caso contrário); LPROP (Logaritmo do índice de Concentração); PROP.5 (Direito sobre o fluxo de caixa, 5 maiores acionistas, % ações ON e PN) (para cálculo ver: TABELA 2). Ainda foi inserida uma segunda variável dependente no modelo, o Valor de Mercado.

No que se refere as variáveis independentes para os determinantes, foram selecionados indicadores que compuseram os seguintes construtos: Estrutura de Capital, Governança Corporativa, Intangibilidade, Payout, Possibilidade de Gasto pelo Gestor (PGG), Rentabilidade, Risco, Tamanho, Tangibilidade e Tempo (Idade).

A Tabela 14, apresenta a matriz para validade discriminante do modelo e algumas estatísticas descritivas que auxiliam na interpretação dos construtos. Na última linha os valores para os VIF Internos são relevantes para se avaliar a colinearidade ($VIF < 5$). Neste sentido, o modelo não possui multicolinearidade. Os valores das raízes quadradas das AVEs (na diagonal da TABELA 14), devem sempre ser maiores que os valores das correlações para os construtos (triângulo inferior da TABELA 14) para se confirmar a validade discriminante no modelo.

Tabela 14 – Validade Discriminante do modelo e estatística descritiva.

Variável latente	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
(1) Estrutura de Capital	0,78											
(2) Estrutura de Propriedade	0,11	0,84										
(3) Governança Corporativa	-0,10	-0,78	0,81									
(4) Intangibilidade	-0,25	-0,14	0,13	1,00								
(5) Payout	-0,08	0,01	-0,02	0,04	1,00							
(6) PGG	-0,10	-0,02	0,04	0,03	0,02	1,00						
(7) Rentabilidade	-0,35	-0,06	0,05	0,21	0,04	0,32	0,95					
(8) Risco	0,37	0,05	-0,08	-0,05	-0,04	-0,15	-0,36	0,98				
(9) Tamanho	-0,31	-0,18	0,29	0,19	0,07	0,15	0,28	-0,40	0,88			
(10) Tangibilidade	0,08	0,04	-0,12	-0,10	-0,06	0,03	0,00	-0,11	0,01	0,95		
(11) Tempo (Idade)	-0,14	-0,27	0,44	0,16	0,01	-0,01	0,03	0,03	0,13	-0,22	0,88	
(12) Valor de Mercado	-0,42	-0,21	0,30	0,36	0,09	0,10	0,29	-0,30	0,87	-0,03	0,25	1,00
M	0,61	0,70	0,66	1,00	1,00	1,00	0,89	0,97	0,78	0,80	0,78	1,00
STDEV	0,01	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00	0,02	0,01	0,01	0,22	0,01	0,00
VIF Internos	1,35	1,00	1,35	1,13	1,01	1,13	1,38	1,42	1,38	1,08	1,32	-

Nota: Nas diagonais são as raízes quadradas do AVE (*Variância Média Extraída*), enquanto que fora das diagonais no triângulo inferior são as correlações entre os construtos. M (Média da amostra - AVE); STDEV (Desvio Padrão - AVE); VIF (*Variance Inflation Factor*).

Fonte: Dados da pesquisa.

Como menciona Ringle, Silva e Bido (2014) para um bom ajuste do modelo de mensuração estrutural, com construtos reflexivos, deve-se atender os critérios de Validade Convergente, Confiabilidade da Consistência Interna e Validade Discriminante (CHIN, 1998; GÖTZ; LIEHR-GOBBER; KRAFFT, 2010; HAIR et al., 2016). A Tabela 15 apresenta a validação do modelo de mensuração para os construtos reflexivos.

Tabela 15 – Resultados sintetizados para o modelo de medição reflexiva.

Variável latente	Indicadores	Validade Convergente		Confiabilidade da Consistência Interna		Validade Discriminante
		Cargas externas CE > 0,50	Variância Média Extraída AVE > 0,50	Alfa de Cronbach AC > 0,70	Confiabilidade Composta CC > 0,70	Fornell-Larcker Critério
Estrutura de Capital	END_C_CP	0,67	0,61	0,85	0,89	0,78 = \sqrt{AVE}
	END_C_D	0,91				
	END_C_DF	0,70				
	END_C_LP	0,76				
	END_M_D	0,85				
Estrutura de Propriedade	CON.5	0,94	0,70	0,85	0,90	0,84 = \sqrt{AVE}
	DUAL	0,62				
	LPROP	0,86				
	PROP.5	0,89				
Governança Corporativa	FFON	0,88	0,66	0,83	0,89	0,81 = \sqrt{AVE}
	FFT	0,79				
	NDGC	0,79				
	PGC	0,79				
Intangibilidade	GI	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00 = \sqrt{AVE}
	InTANG.M	1,00				
Payout	PAYOUT.E	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00 = \sqrt{AVE}
Possibilidade de gasto pelo Gestor	NFCL.T	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00 = \sqrt{AVE}
Rentabilidade	EBTIDA2.T	0,97	0,89	0,94	0,96	0,95 = \sqrt{AVE}
	ROA.T	0,90				
	ROAOP.T	0,97				
Risco	RISC.1	0,99	0,97	0,97	0,98	0,98 = \sqrt{AVE}
	RISC.2	0,98				
Tamanho	TAM.AT	0,94	0,78	0,86	0,91	0,88 = \sqrt{AVE}
	TAM.PL	0,81				
	TAM.V.T	0,90				
Tangibilidade	TANG.1	0,89	0,90	0,95	0,95	0,95 = \sqrt{AVE}
	TANG.2	1,00				
Tempo (Idade)	ID	0,80	0,78	0,75	0,88	0,88 = \sqrt{AVE}
	IDCVM	0,96				
Valor de Mercado	VM	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00 = \sqrt{AVE}

Nota: END_Cont_D (Endividamento a valor contábil); END_Cont_DF (Endividamento financeiro a valor contábil); END_Cont_CP (Endividamento de curto prazo a valor contábil); END_Cont_LP (Endividamento de longo prazo a valor contábil); END_Merc_D (Endividamento a valor de mercado); CON.5 (Direito de controle, 5 maiores acionistas, % ações ON); DUAL (Variável binária igual a 1, se existe emissão de duas classes de ações e 0, caso contrário); LPROP (Logaritmo do índice de Concentração); PROP.5 (Direito sobre o fluxo de caixa, 5 maiores acionistas, % ações ON e PN); FFON (Percentual de Free float On); FFT (Percentual de Free float Total); NDGC (A empresa está listada em Níveis Diferenciados de GC, como no segmento de Novo Mercado ou Nível 2); PGC (Proxy de Governança. Somatório das Dummy's de IGC / IGC-NM / ITAG / IGCT); GI (Grau de intangibilidade); InTANG.M (Cotação / VPA); PAYOUT (Índice de Payout); NFCL.T (Nível do Fluxo de Caixa Livre); EBTIDA2.T (EBTIDA sobre Ativo total); ROA.T (Rentabilidade do Ativo); ROAOP.T (Rentabilidade operacional do ativo); RISC.1 (Desvio-padrão do ROA); RISC.2 (Desvio-padrão do ROAOP); TAM.AT (Logaritmo do Ativo total); TAM.PL (Logaritmo do Patrimônio líquido); TAM.V.T (Logaritmo da Receita operacional líquida); TANG1 e 2 (Tangibilidade dos Ativos); ID (Tempo de existência da empresa); IDCVM (Tempo de registro na CVM); VM (Valor de Mercado). Obs.: Para detalhes dos cálculos realizados ver Tabela 2.

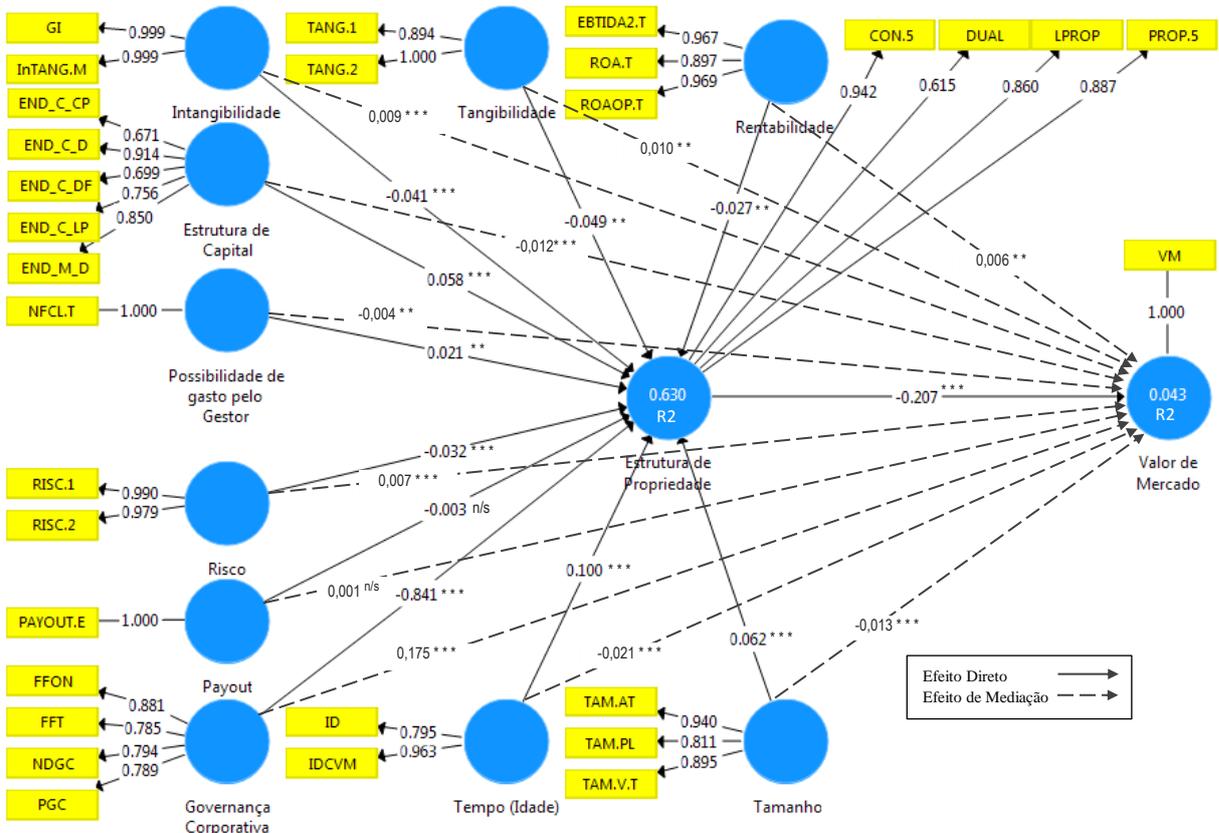
Fonte: Dados da pesquisa.

Na Figura 26, as linhas contínuas que ligam os construtos se referem aos efeitos diretos no modelo, já as linhas pontilhadas se referem aos efeitos indiretos, ou seja, as relações de mediação entre os determinantes da Estrutura de Propriedade e o Valor de Mercado, mediados pela Estrutura de Capital.

O modelo estrutural para a Estrutura de Propriedade retornou um R^2 de 0,63, o que representa que 63% das variações sucedidas na Estrutura de Propriedade das companhias pesquisadas são atribuídas as suas determinantes. Um percentual relevante se comparado os valores de referência tais como Cohen (1988) e Bido e Silva (2019), que apresentam efeitos para R^2 de pequeno ($R^2 = 0,02$); médio ($R^2 = 0,13$); grande ($R^2 = 0,26$).

O outro indicador endógeno Valor de Mercado, retornou um R^2 de 0,043, um valor considerado aceitável tendo em vista que apenas a Estrutura de Propriedade tem relação direta com ele no modelo. Isto é, a Estrutura de Propriedade é responsável por apenas 4,3% das variações ocorridas no Valor de Mercado.

Figura 26 – Modelo Estrutural para Estrutura de Propriedade.



Nota: R^2 : coeficiente de determinação, *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,10$, n/s: não significativo.

Fonte: Dados da pesquisa.

Seguindo os passos propostos por Henseler, Ringle e Sinkovics (2009) e Hair et al. (2016) as estimativas para coeficientes de caminho do modelo estrutural foram analisadas em termos de sinal, magnitude e significância (este último via *bootstrapping*). Para garantir a robustez do modelo de caminhos e possibilitar a verificação dos coeficientes e das hipóteses propostas, o modelo estrutural foi submetido a um procedimento de *bootstrapping* completo, o qual gerou um total de 5.000 subamostras.

Dentro desta perspectiva a Tabela 16, apresenta os resultados das Hipóteses de pesquisa. Os resultados demonstram que entre as relações testadas apenas o construto de Payout, não teve um β significativo (significância do valor de $T^{***} = p < 0,001$). O parâmetro para se aceitar alguma hipótese teórica no modelo estrutural por meio da estatística T, é que o valor seja maior que 1,96 (HAIR et al., 2014). Para o tamanho do efeito de f^2 em relação às relações estruturais do modelo, não se pode confirmar sua força para os construtos exógenos Possibilidade de Gasto pelo Gestor, Rentabilidade e Tangibilidade.

Para as hipóteses levantadas para as Determinantes da Estrutura de Propriedade pode-se observar na Tabela 16, que a maioria das relações testa sobre a ótica da Teoria da Agência foram atendidas. Na Tabela 16, para a relação entre Estrutura de Capital e Estrutura de Propriedade o sinal encontrado foi positivo. Como considera Rocha (2014), o endividamento está relacionado a uma Estrutura de Propriedade bastante concentrada, ou seja, à medida que a concentração de propriedade se eleva em poder do grupo controlador, ocorre uma tendência de maior uso de dívidas. Essa tendência é revertida apenas quando a concentração atinge patamares muito elevados, neste nível o risco inibe o controlador, a relação tenderia a ser negativa.

Para a variável Tamanho, a hipótese esperada de uma relação negativa com a Estrutura de Propriedade não foi confirmada. O sinal encontrado demonstra uma relação positiva, o que segundo Mamede et al. (2017), indica que existe uma tendência para o aumento da concentração do controle acionário a medida em que as companhias têm aumento de tamanho (TABELA 16).

A relação de Intangibilidade e Estrutura de Propriedade mostrou-se de forma negativa, o que como afirma Silveira (2014) indica que uma maior intangibilidade das operações maior concentração de ações em posse do controlador. Essa relação sugere que o “controlador escolhe alocar proporcionalmente menos do seu capital em relação ao capital total de empresas com maior proporção de intangíveis, que, em tese, seriam mais arriscadas” (SILVEIRA, 2014, p. 141).

Tabela 16 – Síntese das hipóteses da pesquisa e seus resultados.

Relações Estruturais Efeitos Diretos	Coefficiente de caminho	Valor de T	Efeito	Hipóteses e Sinais esperados	Sinal	Result.
	(β)	T > 1,96	f^2			
Estrutura de Capital -> EP	0,058***	5,756	0,007***	HEP1 (+)	+	Aceita
EP -> Valor de Mercado	-0,207***	17,121	0,045***	HEP8(+) HEP9(-)	-	Aceita
Governança Corporativa -> EP	-0,841***	93,228	1,421***	HEP2 sig.	-	Aceita
Intangibilidade -> EP	-0,041***	4,332	0,004**	HEP4 (+)	-	Rejeita
Payout -> EP	-0,003 n/s	0,436	0,000 n/s	HEP10(-) HEP11(+)	n/s	n/s
Possibilidade de gasto pelo Gestor -> EP	0,021**	2,249	0,001 n/s	HEP13 (+)	+	Aceita
Rentabilidade -> EP	-0,027**	2,485	0,001 n/s	HEP5 (-)	-	Aceita
Risco -> EP	-0,032***	3,761	0,002*	HEP7 (+)	-	Rejeita
Tamanho -> EP	0,062***	6,342	0,008***	HEP6 (-)	+	Rejeita
Tangibilidade -> EP	-0,049**	2,428	0,006 n/s	HEP3 (-)	-	Aceita
Tempo (Idade) -> EP	0,100***	8,594	0,020***		+	

Notas: *** Estatisticamente significativa ao nível de 0,001. H_6 e H_7 efeito indireto. *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,10$, n/s: não significativo. EP (Estrutura de Propriedade); VM (Valor de Mercado); Ind. (Indeterminado); os valores de T são significativos > 1,96. Para o Tamanho de efeito f^2 valores 0,02 (efeitos pequenos), 0,15 (efeitos médios) e 0,35 (efeitos grandes).

Fonte: Dados da pesquisa.

Com base no argumento de Nascimento et al. (2018) de que existem poucos efeitos indiretos explorados entre as variáveis de finanças na literatura, optou-se por verificar como o construto de Estrutura de Propriedade atua como variável mediadora entre as suas determinantes e o Valor de Mercado.

Os resultados para o relacionando de mediação pode ser visto na Tabela 17, na qual é apresentado os β estatisticamente significativos (β ; Valor de $T^{***} = p < 0,001$). Os achados indicam que a própria Estrutura de Propriedade absorve parte do relacionamento (reduz a força do impacto), entre os construtos dos seus próprios determinantes e Valor de Mercado. Reduzindo assim a força de impacto das determinantes sobre o Valor de Mercado das empresas pesquisadas.

Na Tabela 17, pode observar que a Estrutura de Propriedade apenas não exerce efeito de mediação para o Valor de Mercado para a variável Payout. Entretanto, a Estrutura de Propriedade tem efeito significativo de mediação para todas as outras determinantes testadas.

O principal objetivo desta análise é propor resultados empíricos sobre a mediação entre os Determinantes da Estrutura de Propriedade e o Valor de Mercado. Espera-se que os sinais encontrados, possam ser úteis para pesquisas futuras e auxiliem novos pesquisadores a discutir os efeitos indiretos das variáveis de finanças a partir de resultados empíricos já testados.

Tabela 17 – Síntese das hipóteses da pesquisa e seus resultados.

Efeitos Indiretos (Mediação)	(β)	T	Sinal	Resultados Empíricos Encontrados
Estrutura de Capital -> EP -> VM	-0,012***	5,253	-	Mediação negativa
Governança Corporativa -> EP -> VM	0,175***	16,610	+	Mediação positiva
Intangibilidade -> EP -> VM	0,009***	4,107	+	Mediação positiva
Payout -> EP -> VM	0,001 n/s	0,435	n/s	n/s
Possibilidade de gasto pelo Gestor -> EP -> VM	-0,004**	2,214	-	Mediação negativa
Rentabilidade -> EP -> VM	0,006**	2,441	+	Mediação positiva
Risco -> EP -> VM	0,007***	3,629	+	Mediação positiva
Tamanho -> EP -> VM	-0,013***	6,489	-	Mediação negativa
Tangibilidade -> EP -> VM	0,010**	2,424	+	Mediação positiva
Tempo (Idade) -> EP -> VM	-0,021***	7,615	-	Mediação negativa

Notas: *** Estatisticamente significativa ao nível de 0,001. H_6 e H_7 efeito indireto. *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,10$, n/s: não significativo. EP (Estrutura de Propriedade); VM (Valor de Mercado); Ind. (Indeterminado); os valores de T são significativos $> 1,96$. Para o Tamanho de efeito f^2 valores 0,02 (efeitos pequenos), 0,15 (efeitos médios) e 0,35 (efeitos grandes).

Fonte: Dados da pesquisa.

Na Tabela 17, pode-se observar que a Estrutura de Propriedade modera o efeito da Governança Corporativa no Valor de Mercado de forma positiva. Apesar da Estrutura de Propriedade impactar de forma negativa no Valor de Mercado ela absorve parte da influência positiva que a Governança corporativa gera sobre o Valor de Mercado.

Os resultados encontrados na mediação ainda podem ser completados ao se relacionar os efeitos totais (importância) com o desempenho (escores médios em escala de 0 a 100) (BIDO; SILVA, 2019). Para a Figura 27, observa-se que linhas contínuas que dividem o plano cartesiano em quatro partes têm por finalidade separar os construtos quanto ao baixo e o alto desempenho (valores abaixo e a cima de 50 respectivamente), como também classificá-los como mais importantes e menos importantes, para esse critério verifica-se que influenciam de forma positiva (valores > 0) e os que influenciam de forma negativa (valores < 0).

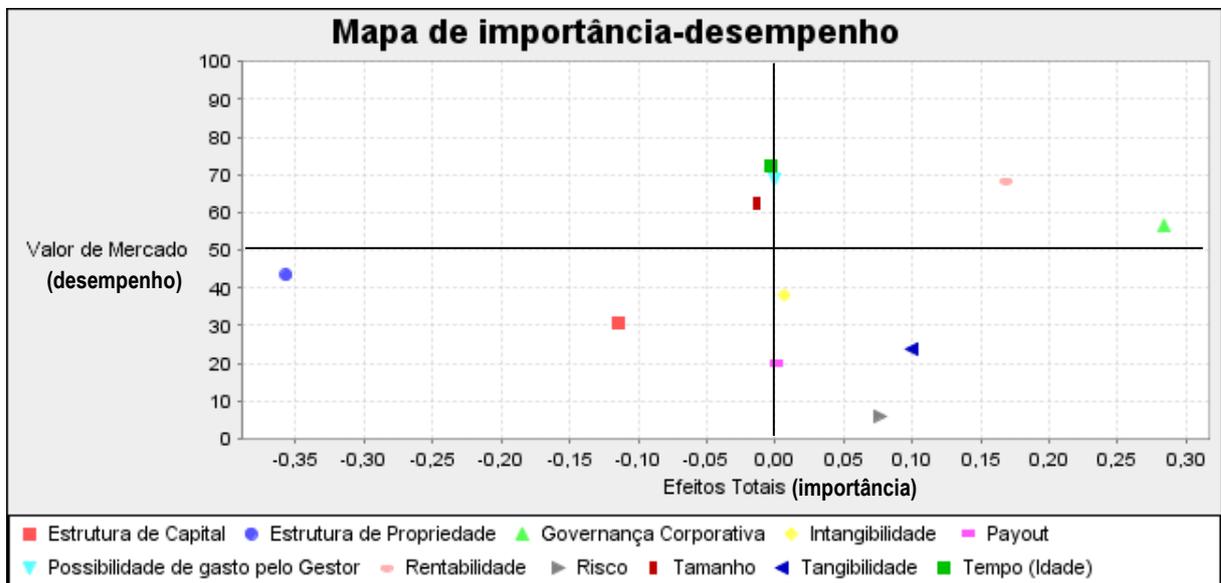
Analisando a Figura 27, pode-se observar que construtos como Intangibilidade e Payout tem pouca importância para a análise e baixo desempenho. Outros construtos com alto desempenho e baixa importância são Tamanho, Tempo e Possibilidades de Gastos pelo Gestor. Colaborando as análises anteriores a Estrutura de Capital apresenta baixo desempenho e uma importância negativa com o Valor de Mercado.

Por outro lado, os construtos importantes como Tangibilidade e Risco possibilitam uma oportunidade para ser gerenciado, isto porque ele tem maior importância (acima da média), mas um desempenho relativamente baixo (abaixo da média). Como o desempenho do Risco e da Tangibilidade são baixos eles possuem margens para serem melhorados, para buscar um maior Valor de Mercado.

Entre os construtos com importância e desempenho acima da média, a Rentabilidade influencia o Valor de Mercado positivamente, ou seja, quanto maior a Rentabilidade da empresa maior seu valor de mercado.

Contudo o que mais chama a atenção na Figura 27, é que a Estrutura de Propriedade e a Governança Corporativa estão em quadrantes opostos. O que indica que altos níveis de Governanças Corporativa influenciam de forma positiva o Valor de Mercado (o que ainda pode ser melhorado de um escore de 55 até 100), enquanto as Estruturas de Propriedade muito concentradas tendem a impactar de forma negativa no valor de mercado.

Figura 27 – Mapa de importância-desempenho para o Valor de Mercado.



Fonte: Dados da pesquisa.

Os resultados para Estrutura de Propriedade e a Governança Corporativa indicam que estes construtos seguem um caminho oposto, o que confirma os resultados encontrados na Tabela 16, que se refere a uma influência negativa entre os dois construtos. Ou seja, a Governança Corporativa impacta de forma negativa em Estruturas de Propriedades concentradas, sendo assim, quanto maior o nível de Governança Corporativa dentro das empresas menor deverá ser a concentração da propriedade, o que pode favorecer diretamente os acionistas minoritários, gerando maior proteção no mercado de ações.

4.4.1 O impacto dos tipos de propriedade na Governança e no Valor de Mercado

Após avaliar a Estrutura de Propriedade por meio da concentração da propriedade, optou-se por trabalhar com as **categorias de propriedade** as quais incluem a **identidade do acionista majoritário**, por se compreender, que os diferentes tipos de acionistas possuem características de identidade diferentes. Essas características podem impactar no modelo de gestão da companhia, na adoção de práticas de Governança Corporativa, e possivelmente gerar níveis diferenciados de desempenho, influenciando diretamente o valor de mercado.

Sendo assim, verificou-se o impacto dos tipos de acionistas na Governança Corporativa e no Valor de Mercado das empresas. As identidades testadas foram Propriedade Estatal, Propriedade Estrangeira, Propriedade Familiar, Gestão Familiar. Entre as categorias de propriedade também foram inseridas variáveis de Concentração da Propriedade, como Acordo de Acionistas, Grupo Controlador, Direito de Propriedade e o Direito de Controle (elevado ao quadrado), esta última possibilita ainda testar o efeito entrenchamento no modelo.

A Tabela 18, apresenta a matriz para validade discriminante do modelo e algumas estatísticas descritivas. Os valores dos VIF internos constataam que o modelo estrutural não possui multicolinearidade. Os valores das raízes quadradas das AVEs (na diagonal da TABELA 18), devem sempre ser maiores que os valores das correlações para os construtos (triângulo inferior da TABELA 18) para se confirmar a validade discriminante no modelo (critério de FORNELL; LARCKER, 1981).

Tabela 18 – Validade Discriminante do modelo e estatística descritiva.

Variável latente	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
(1) Acordo de Acionistas	1,00									
(2) Direito de Controle (Quadrática)	-0,31	0,94								
(3) Direito de Propriedade	-0,23	0,74	0,97							
(4) Gestão Familiar	0,13	-0,11	-0,04	1,00						
(5) Governança Corporativa	0,35	-0,71	-0,63	0,05	0,81					
(6) Grupo Controlador	0,08	-0,14	0,04	0,00	0,01	0,97				
(7) Propriedade Estatal	0,00	0,12	0,07	-0,09	0,03	0,08	0,98			
(8) Propriedade Estrangeira	0,10	-0,12	-0,04	-0,08	0,10	0,06	-0,13	0,91		
(9) Propriedade Familiar	0,05	-0,18	-0,18	0,18	-0,03	0,26	-0,18	-0,11	0,96	
(10) Valor de Mercado	0,26	-0,21	-0,12	0,02	0,32	-0,11	0,19	0,18	-0,21	1,00
M	1,00	0,89	0,95	1,00	0,66	0,93	0,96	0,83	0,93	1,00
STDEV	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00
VIF Internos	1,10	3,29	1,11	1,06	2,42	1,13	1,09	1,07	1,23	-

Nota: Nas diagonais são as raízes quadradas do AVE (*Variância Média Extraída*), enquanto que fora das diagonais no triângulo inferior são as correlações entre os construtos. M (Média da amostra - AVE); STDEV (Desvio Padrão - AVE); VIF (*Variance Inflation Factor*).

Fonte: Dados da pesquisa.

Na Tabela 19, pode se ver os resultados alcançados para a Validade Convergente, a Confiabilidade da Consistência Interna e a Validade Discriminante, para um melhor ajuste do modelo de mensuração com construtos reflexivos - modelos PLS-SEM (CHIN, 1998; GÖTZ; LIEHR-GOBBERS; KRAFFT, 2010; RINGLE; SILVA; BIDO, 2014; HAIR et al., 2016).

Tabela 19 – Resultados sintetizados para o modelo de medição reflexiva.

Variável latente	Indicadores	Validade Convergente		Confiabilidade da Consistência Interna		Validade Discriminante
		Cargas externas	Variância Média Extraída	Alfa de Cronbach	Confiabilidade Composta	Fornell-Larcker
		CE > 0,50	AVE > 0,50	AC > 0,70	CC > 0,70	Critério
Acordo de Acionistas	AA	1,00	1,00	1,00	1,00	$1,00 = \sqrt{AVE}$
Propriedade Estatal	EST.CONT	0,98	0,96	0,96	0,98	$0,98 = \sqrt{AVE}$
	EST.PROP	0,98				
Propriedade Estrangeira	PE.CONT	0,84	0,83	0,93	0,95	$0,91 = \sqrt{AVE}$
	PPE	0,95				
	PPE.CONT	0,91				
	PPET	0,93				
Propriedade Familiar	PCFAM	0,96	0,93	0,97	0,98	$0,96 = \sqrt{AVE}$
	PDFAM	0,97				
	CFAM	0,94				
	PFAM	0,98				
Gestão Familiar	GESFAM	1,00	1,00	1,00	1,00	$1,00 = \sqrt{AVE}$
Direito de Propriedade	LPROP	0,96	0,95	0,97	0,98	$0,97 = \sqrt{AVE}$
	PROP.3	0,98				
	PROP.5	0,98				
Direito de Controle (Quadrática)	COM(2).1	0,87	0,89	0,94	0,96	$0,94 = \sqrt{AVE}$
	CON(2).3	0,99				
	CON(2).5	0,96				
Grupo Controlador	PROP4	0,97	0,93	0,93	0,97	$0,97 = \sqrt{AVE}$
	VOT4	0,96				
	FFON	0,86				
Governança Corporativa	FFT	0,77	0,66	0,83	0,89	$0,81 = \sqrt{AVE}$
	PGC	0,82				
	NDGC	0,80				
Valor de Mercado	VM	1,00	1,00	1,00	1,00	$1,00 = \sqrt{AVE}$

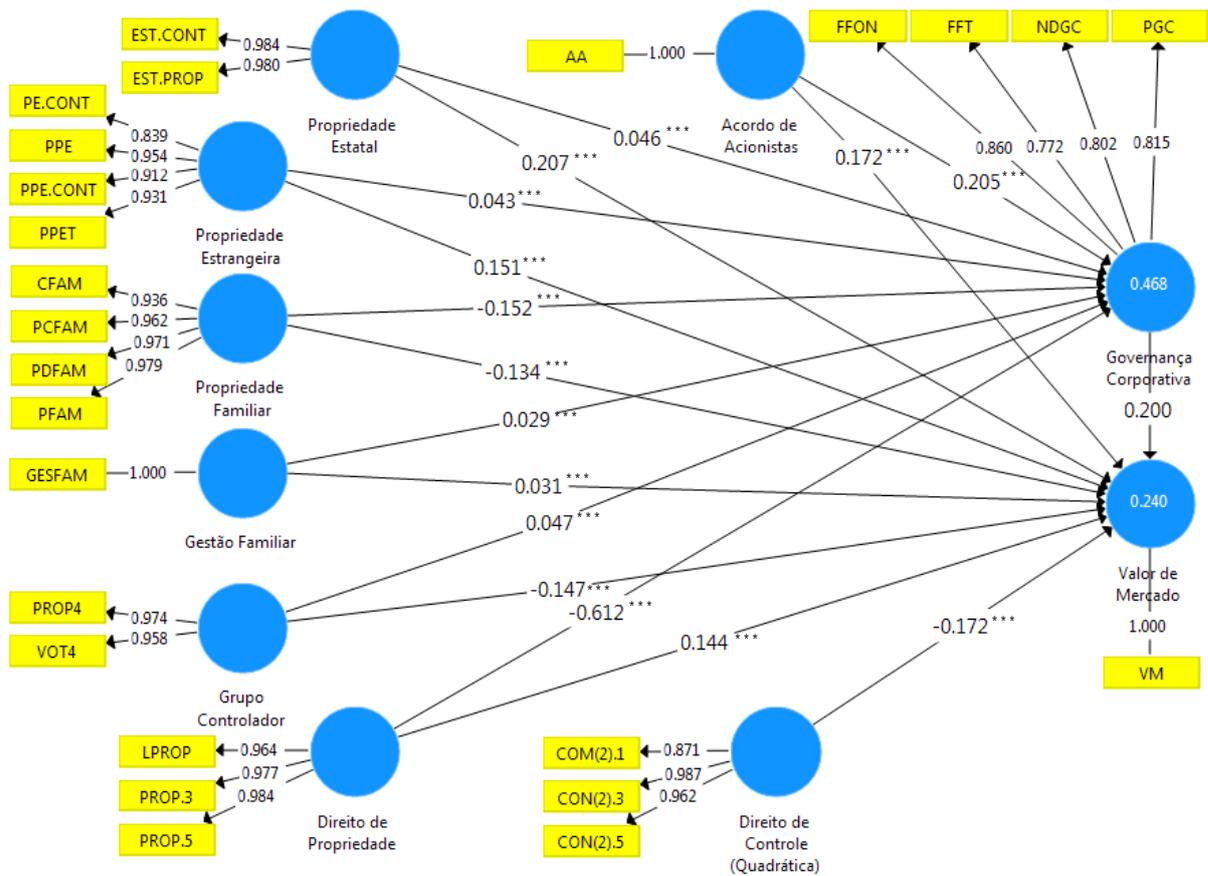
Nota: AA (Acordo de Acionistas); EST.CONT (Propriedade Estatal: % ações ON); EST.PROP (Propriedade Estatal: % ações ON e PN); PPE (Proporção de propriedade estrangeira = Ações ON em posse de estrangeiros / Ações ON total); PPET (Proporção de propriedade estrangeira total = %Ações ON+%Ações PN); PPE.CONT (Existe acionista estrangeiro controlador: dummy=1); PE.CONT (Percentual de ações pertencentes a acionistas estrangeiros controladores); PCFAM (Proporção de controle familiar: % de ações ON em posse de PF, se %PF >= %PJ); PDFAM (Proporção de controle familiar: % de ações ON em posse de PF = %PF/[%PF + %PJ]); CFAM (Controle familiar: dummy=1); PFAM (Proporção de controle familiar: % de ações ON em posse de PF); GESFAM: (Gestão Familiar: dummy); LPROP (Logaritmo do índice de Concentração); PROP.5 (Direito sobre o fluxo de caixa, 5 maiores acionistas, % ações ON e PN); PROP.3 (Direito sobre o fluxo de caixa, 3 maiores acionistas, % ações ON e PN); COM(2).1 (Direito de controle, 1º maior acionista, % ações ON, ao quadrado); CON(2).3 (Direito de controle, 3 maiores acionistas, % ações ON, ao quadrado); CON(2).5 (Direito de controle, 5 maiores acionistas, % ações ON, ao quadrado); PROP4 (Percentual de direitos de fluxo de caixa em posse do grupo controlador); VOT4 (Percentual de ações ordinárias em posse do grupo controlador); FFON (Percentual de Free float On); FFT (Percentual de Free float Total); PGC (Proxy de Governança. Somatório das Dummy's de IGC / IGC-NM / ITAG / IGCT); NDGC (A empresa está listada em Níveis Diferenciados de GC, como no segmento de Novo Mercado ou Nível 2); VM (Valor de Mercado). Obs.: Para detalhes dos cálculos realizados ver Tabela 2.

Fonte: Dados da pesquisa.

A Figura 28, apresenta o desenho do modelo de mensuração utilizado para se avaliar o impacto dos tipos de propriedade na Governança e no Valor de Mercado. Tendo como parâmetros os valores de R² pequeno (R² = 0,02); médio (R² = 0,13); grande (R² = 0,26), apresentados por Cohen (1988) e Bido e Silva (2019), o modelo apresentou boas estimativas.

A Governança Corporativa enquanto variável endógena apresentou um R² de 0,468, isto significa que 46,8% das variações ocorridas na Governança Corporativa podem ser atribuídas a identidade do acionista majoritário e a concentração da propriedade. Já o Valor de Mercado apresentou um R² de 0,240, isto representa que 24% das variações ocorridas no Valor de Mercado podem ser relacionadas a identidade do acionista majoritário e a concentração da propriedade. Isto representa para a amostra utilizada, a identidade do acionista majoritário e a concentração da propriedade, geram mais impacto sobre a Governança Corporativa do que sobre o Valor de Mercado.

Figura 28 – Modelo Estrutural para as Facetas da Estrutura de Propriedade.



Nota: R²: coeficiente de determinação, *** p < 0,01, ** p < 0,05, * p < 0,10, n/s: não significativo.

Fonte: Dados da pesquisa.

Para se avaliar as relações de trajetória no modelo estrutural (sinal, magnitude e significância) um procedimento de *bootstrapping* completo com um total de 5.000 subamostras foi utilizado. Este procedimento visa garantir a robustez do modelo de caminhos, e possibilita verificar os coeficientes e as hipóteses propostas na pesquisa (β significativos se significância do valor de $T^{***} = p < 0,001$).

Como pode ser visto na Tabela 20, todas as relações foram significativas, o que representa um bom ajuste para o modelo. A Tabela 20, também apresenta os resultados do tamanho do efeito f^2 , referentes às relações estruturais do modelo. Para se avaliar os valores de f^2 pode-se utilizar a faixa de tamanhos de efeito proposta por Henseler, Ringle e Sinkovics (2009) na qual valores 0,02, 0,15 e 0,35, indicam respectivamente, efeitos pequenos, efeitos médios e efeitos grandes dos construtos exógenos.

Para o de acionista majoritário especificado como Acordo de Acionistas, foram encontrados sinais positivos e significativos, tanto para a Governança Corporativa quanto para o Valor de Mercado. Como observam Gelman, Castro e Seidler, (2015, p. 356), o Acordo de Acionistas “pode ter um efeito positivo no valor da firma por meio do ‘efeito incentivo’, em que os acionistas de controle passam a ter interesse direto no desempenho da empresa, uma vez que possuem a maior parte de seus recursos investidos na empresa”.

Entretanto, Gelman, Castro e Seidler, (2015), comentam que, esses mesmos acionistas no controle podem vir a extrair benefícios privados em detrimento dos acionistas minoritários, o que acarretaria em um efeito entrincheiramento. O que aparentemente não é o caso para a maioria das observações classificadas como Acordo de Acionistas, em virtude do fato que o Acordo de Acionistas também se mostrou significativamente positivo com maiores níveis de Governança Corporativa.

O construto de Propriedade Estatal também se mostrou significativamente positivo com a Governança Corporativa e com o Valor de Mercado. O que representa que empresas que tem alguma parcela de propriedade ou controle vinculado ao Governo (Empresas, Bancos, Fundos Governamentais), como mencionam Thomsen e Pedersen (2000) e Campos (2016), provavelmente tem maior acesso a recursos financeiros, maiores vendas e conseqüentemente uma maior fatia de mercado.

Os resultados para Propriedade Estrangeira se mostraram correlacionados de forma positivamente com a Governança Corporativa. Para o Valor de Mercado os resultados estão em conformidade com os de Okimura, Silveira e Rocha (2007) no qual os autores encontraram que o tipo de acionista controlador quando estrangeiro influencia positivamente o Valor de Mercado das empresas.

De todas as identidades do acionista majoritário testadas, apenas a Propriedade Familiar apresentou uma correlação negativa, tanto para o Valor de Mercado como para a Governança Corporativa. Os resultados para o Valor de Mercado estão em conformidade com os trabalhos de Silva e Leal (2006), Verne, Santos e Postali (2009) e Campos (2016), que identificaram que as firmas que têm as famílias como acionistas majoritários influenciaram negativamente o Valor de Mercado.

Tabela 20 – Síntese das hipóteses da pesquisa e seus resultados.

Relações Estruturais	Coefficiente de caminho	Valor de T		Tamanho do Efeito		Sinal Encontrado
	(β)	T > 1,96	p valor	f ²	P valor	
Acordo de Acionistas -> GC	0,205	16,581***	0,000	0,072***	0,000	+
Acordo de Acionistas -> VM	0,172	12,159***	0,000	0,033***	0,000	+
Direito de Controle (Quadrática) -> VM	-0,172	6,674***	0,000	0,012***	0,001	-
Direito de Propriedade -> GC	-0,612	55,217***	0,000	0,634***	0,000	-
Direito de Propriedade -> VM	0,144	6,849***	0,000	0,011***	0,001	+
Gestão Familiar -> GC	0,029	3,174***	0,002	0,001 ^{n/s}	0,118	+
Gestão Familiar -> VM	0,031	3,090***	0,002	0,001 ^{n/s}	0,129	+
GC -> VM	0,200	9,443***	0,000	0,022***	0,000	+
Grupo Controlador -> GC	0,047	3,899***	0,000	0,004*	0,053	+
Grupo Controlador -> VM	-0,147	11,806***	0,000	0,024***	0,000	-
Propriedade Estatal -> GC	0,046	4,528***	0,000	0,004**	0,026	+
Propriedade Estatal -> VM	0,207	15,013***	0,000	0,050***	0,000	+
Propriedade Estrangeira -> GC	0,043	3,699***	0,000	0,003*	0,069	+
Propriedade Estrangeira -> VM	0,151	10,296***	0,000	0,028***	0,000	+
Propriedade Familiar -> GC	-0,152	13,250***	0,000	0,035***	0,000	-
Propriedade Familiar -> VM	-0,134	10,492***	0,000	0,018***	0,000	-

Notas: *** Estatisticamente significativa ao nível de 0,001. H_6 e H_7 efeito indireto. *** p < 0,01, ** p < 0,05, * p < 0,10, n/s: não significativo. GC (Governança Corporativa); VM (Valor de Mercado); Ind. (Indeterminado); os valores de T são significativos > 1,96. Para o Tamanho de efeito f² valores 0,02 (efeitos pequenos), 0,15 (efeitos médios) e 0,35 (efeitos grandes).

Fonte: Dados da pesquisa.

Na Tabela 20, ainda pode ser observado que o construto Direito de Propriedade apresentou uma correlação negativa com a Governança Corporativa. Já para o Valor de Mercado, o resultado está de acordo com o que indicam Gugler, Mueller e Yurtoglu (2008) e Caixe (2012), no qual os autores argumentam que, *ceteris paribus*, um aumento na concentração da propriedade, repercutirá na elevação do valor das companhias em virtude do efeito-incentivo (positivo).

Por último, para a variável Direito de Controle (Quadrática), pode-se confirmar o efeito entrenchamento (prática para manter o acesso aos benefícios gerados pelo controle: MORCK; SHLEIFER; VISHNY, 1988), por meio do construto com variáveis quadráticas. A

relação encontrada foi significativa e negativa (ver: FIGURA 1), comportamento que representa uma parábola para baixo, indicando que quanto maior for a concentração do Direito de Controle maior será o Valor de Mercado até certo ponto.

O sinal encontrado para o Efeito entrincheiramento significa de acordo com Caixe e Krauter (2013, p. 144) que a partir de certo nível de concentração da Estrutura de Propriedade:

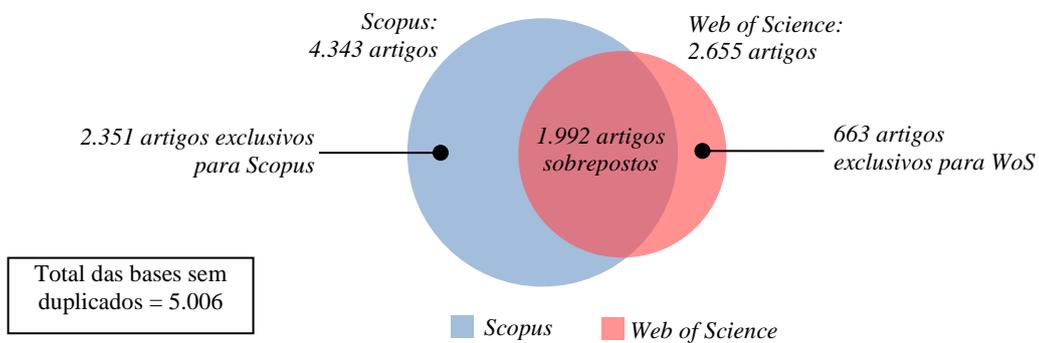
os acionistas controladores, em função do seu domínio sobre o processo de decisão, expropiem a riqueza dos acionistas minoritários por meio de práticas como: pagamento excessivo de salários ou de outros benefícios autoconcedidos; e resistência a ações vantajosas para os demais acionistas como liquidação, cisões e fusões. Com isso, a partir de certo percentual de concentração da estrutura societária, conforme ela aumentasse, os custos de agência se intensificariam e o valor da firma diminuiria.

Esses achados para a concentração da propriedade e a identidade do acionista majoritário, relacionados ao Valor de Mercado e a Governança Corporativa, possibilitam verificar relações relevantes para se entender o comportamento das facetas da Estrutura de Propriedade, contribuindo assim para uma melhor compreensão da Estrutura de Propriedade com a Governança Corporativa e o Valor de Mercado.

4.5 Análise bibliométrica sobre Governança Corporativa (1977–2018)

Utilizando-se do *framework* de pesquisa apresentado anteriormente (QUADRO 6), pretende-se realizar um estudo bibliométrico sobre a temática de Governança Corporativa. A pesquisa inicial revelou 2.655 artigos na *Web of Science* e 4.343 na *Scopus*, considerando que houve artigos sobrepostos nas bases a *Scopus* foi a que teve o maior número de artigos exclusivos. Um resumo das buscas pode ser visto na Figura 29.

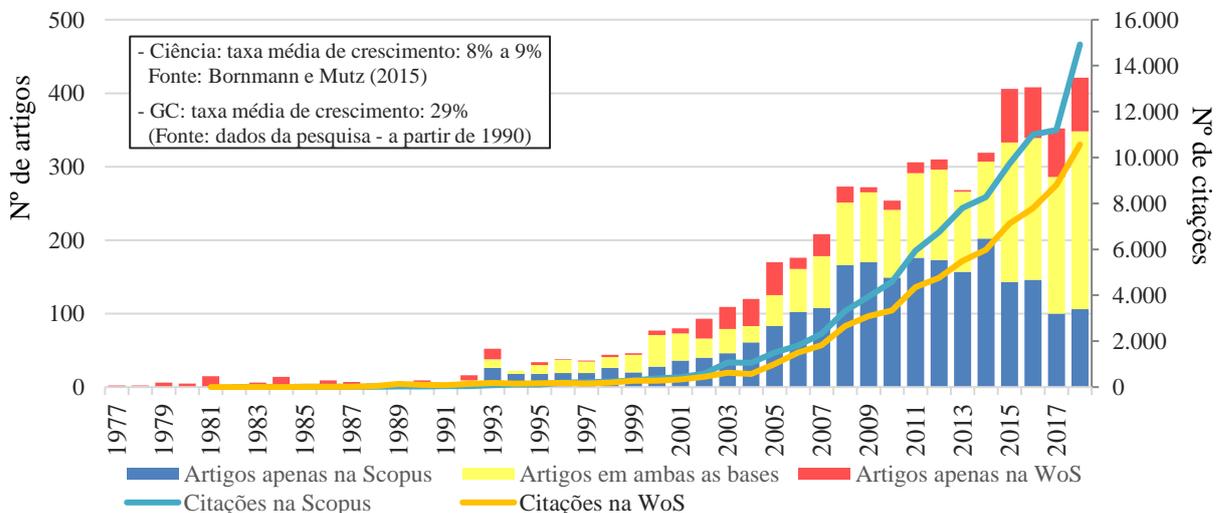
Figura 29 – Artigos sobre Governança Corporativa na Scopus e da Web of Science.



Fonte: Dados da pesquisa.

No total, sem considerar os artigos duplicados foram encontrados 5.006 artigos. A busca nas duas bases visou abranger um número maior de artigos, e, portanto, do campo de publicações em governança corporativa. Conforme Figura 30 o primeiro artigo encontrado na busca data de 1977.

Figura 30 – Evolução da literatura sobre Governança Corporativa na Scopus e da WoS.



Fonte: Dados da pesquisa.

Na *Web of Science* o primeiro artigo encontrado foi *Impact of sec on corporate governance* de Sommer (1977) no periódico *Law and Contemporary Problems*. Ainda em 1977 foi publicado *Emerging solution to corporate Governance* na *Harvard Business Review* (ESTES, 1977). Em 1978 foram publicados os artigos *Corporate governance: Assessing corporate performance by boardroom attributes* [Vance em 1978], *Shareholder democracy and corporate governance* (BLACK, 1978). Na *Scopus* o primeiro artigo foi Vance em 1978.

Os dez principais periódicos representam 28% das 174.629 (*WoS* 21.247 mais *Scopus* 27.977 citações) citações em ambas as bases de dados. O critério para definição dos 10 periódicos de maior representatividade foi primeiramente o número de artigos publicados na temática e posteriormente o número de citação desses artigos. Pode-se observar os dez primeiros na Tabela 21.

Tabela 21 – Periódicos que mais publicaram nas bases da Scopus e da WoS.

#	Periódicos (ISSN)	Freq.		Citação		Fator de Impacto	
		N	%	Scopus	WoS	SJR (2017)	JCR (2017)
1	Corporate Ownership and Control (1727-9232)	348	6,95%	580	-	0,115	-
2	Corporate Governance: An International Review (0964-8410)	269	5,37%	5.221	5.174	1,136	2,705
3	Corporate Governance (Bingley) (1472-0701)	175	3,50%	2.185	172	0,336	-
4	Journal of Business Ethics (0167-4544)	88	1,76%	2.393	2.545	1,276	2,917
5	Journal of Corporate Finance (0929-1199)	58	1,16%	4.121	3.859	1,461	2,215
6	Journal of Management and Governance (1385-3457)	50	1,00%	1.407	33	0,441	-
7	Indian Journal of Corporate Governance (0974-6862)	47	0,94%	22	-	-	-
8	Managerial Auditing Journal (0268-6902)	44	0,88%	712	38	0,340	0,693
9	International Journal of Law and Management (1754-243X)	41	0,82%	247	23	0,217	-
10	Journal of Financial Economics (0304-405X)	36	0,72%	11.089	9.403	12,489	5,162
Parcial		1156	23%	27.977	21.247	Média FI	
Outros periódicos		3.850	77%	72.890	52.515	1,979	2,738
Total		5.006	100%	100.867	73.762		

Fonte: Dados da pesquisa.

O periódico com o maior número de artigo foi o *Corporate Ownership and Control* e em segundo *Corporate Governance: An International Review*. Dos 1.181 periódicos que publicaram a busca, podemos observar que os dez primeiros na Tabela 21, representam um total de 23% do volume de publicação da temática. O artigo com maior número de citações foi “A survey of corporate Governance” de Shleifer e Vishny (1997).

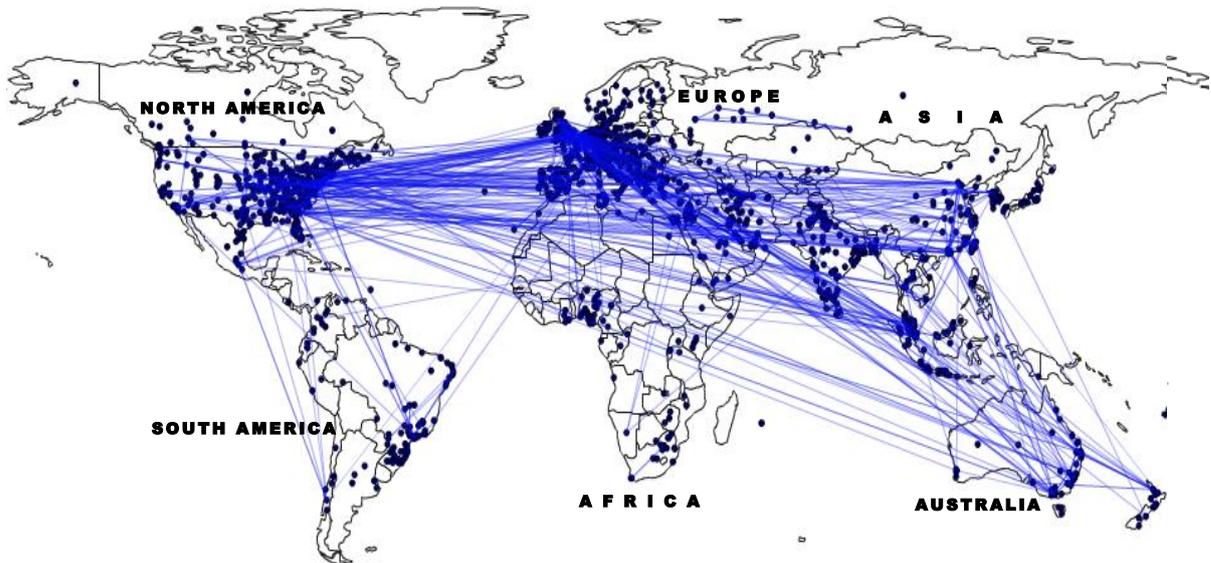
Tabela 22 – Artigos mais citados sobre Governança Corporativa na base da Scopus e da WoS.

#	Título	Autores	Periódicos (ISSN)	Citações (Média anual)	
				Scopus	WoS
1	A survey of corporate governance	Shleifer e Vishny (1997)	Journal of Finance (1540-6261)	5198 (232,50)	4040 (175,65)
2	Corporate governance and equity prices	Gompers, Ishii e Metrick (2003)	Quarterly Journal of Economics (1531-4650)	2687 (164,00)	2219 (130,53)
3	Investor protection and corporate governance	La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer e Vishny (2000)	Journal of Financial Economics (0304-405X)	2179 (112,68)	1715 (85,75)
4	Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance	Core, Holthausen e Larcker (1999)	Journal of Financial Economics (0304-405X)	1511 (74,10)	1242 (59,14)
5	What Matters in Corporate Governance?	Bebchuk, Cohen e Ferrell (2009)	Review of Financial Studies (1465-7368)	939 (90,20)	813 (73,91)
6	The cross-national diversity of corporate governance: Dimensions and determinants	Aguilera e Jackson (2003)	Academy of Management Review (1930-3807)	848 (52,19)	716 (42,12)
7	Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance	Lazonick e O'Sullivan (2000)	Economy and Society (0308-5147)	832 (40,60)	647 (32,35)
8	Corporate Finance and Corporate Governance	Williamson (1988)	Journal of Finance (1540-6261)	820 (27,00)	616 (19,25)
9	Cognition and corporate governance: Understanding boards of directors as strategic decision-making groups	Forbes e Milliken (1999)	Academy of Management Review (1930-3807)	818 (40,35)	629 (29,95)
10	Corporate governance, board diversity, and firm value	Carter, Simkins e Simpson (2003)	Financial Review (1540-6288)	781 (47,69)	-
11	A modest proposal for improved corporate governance	Lipton e Lorsch (1992)	Business Lawyer (0007-6899)	-	741 (26,46)
12	Politically connected CEOs, corporate governance, and Post-IPO performance of China's newly partially privatized firms	Fan J.P.H., Wong T.J., Zhang T. 2007	Journal of Financial Economics (0304-405X)	760 (59,25)	650 (50,00)

Fonte: Dados da pesquisa.

O mapa (FIGURA 31) apresenta pontos de geolocalização e linhas de coautoria dos autores que publicaram artigos sobre Governança Corporativa indexados no Scopus e WoS (1977-2018). Observa-se que as pesquisas e coautoria se concentram nos Estados Unidos e na Europa.

Figura 31 – Pontos de geolocalização e linhas de coautoria dos autores que publicaram artigos sobre Governança Corporativa indexados na Scopus e WoS (1977-2018).



Fonte: Dados da pesquisa utilizando: *Sci2 Tool - Science of Science* (TEAM, 2009).

Para analisar os resultados das palavras chave de forma mais representativa, buscando tendências nas pesquisas pode-se observar na Tabela 23 uma lista com as 14 palavras com os valores de *burst* (explosões) mais fortes. Observa-se que temas como *financial crisis*, *behavior*, *company*, *social responsibility*, *efficiency*, *impact*, *quality*, *diversity*, , ainda podem ser consideradas como temas “quentes” e estão sendo muito utilizadas após terem sofrido uma explosão (no volume de utilização) no ano de 2006 e 2008 respectivamente.

A Tabela 23 apresenta na primeira coluna o nome da palavra-chave, na segunda coluna é demonstrado a força (*strength*) da explosão desta palavra, o que permite comparar a força da explosão entre todas as palavras chaves. Na terceira e quarta coluna pode-se verificar quando se iniciou (*Begin*) a explosão das palavras e quando elas terminaram (*End*), esse período também pode ser visualizado na última coluna que demonstra um período que vai de 1990 até 2018, sendo intervalo de explosão de cada palavra-chave destacado de vermelho.

Tabela 23 – Principais palavras-chave com explosões de citação mais fortes nas publicações.

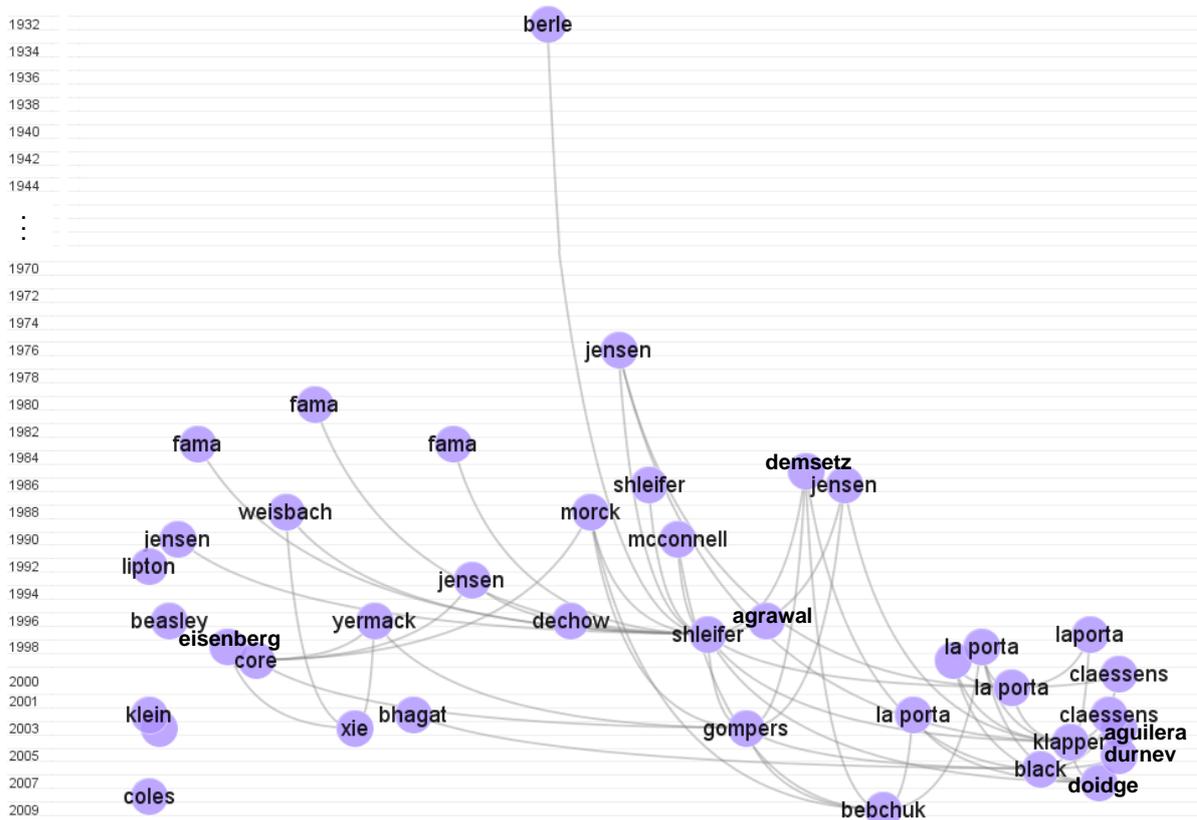
Keywords	Citation burst			
	Strength	Begin	End	1990 - 2018
organization and management	40.899	1995	2004	
united kingdom	52.079	1995	2006	
privatization	105.608	1997	2008	
law	69.354	1997	2006	
transition economy	48.989	1999	2008	
takeover	104.743	2000	2009	
governance approach	197.894	2000	2009	
corporate strategy	21.342	2000	2008	
manager	3.505	2000	2007	
shareholder value	49.592	2000	2008	
finance	110.714	2001	2009	
economics	37.012	2001	2008	
ethics	43.941	2001	2009	
competition	54.347	2002	2005	
governance	48.865	2002	2007	
liquidity	36.143	2002	2012	
earning	5.899	2003	2010	
asian financial crisis	60.298	2003	2011	
agencycost	38.237	2003	2007	
growth	86.707	2003	2007	
boards of director	120.386	2003	2011	
corporategovernance	37.854	2004	2012	
regulation	106.312	2004	2011	
convergence	79.181	2004	2007	
operating performance	64.223	2005	2009	
system	71.119	2006	2010	
market valuation	81.216	2006	2011	
transparency	56.024	2006	2012	
financial reporting	35.795	2007	2012	
board structure	66.717	2007	2011	
equity	36.218	2008	2013	
malaysia	72.341	2010	2014	
g34	82.999	2010	2012	
industrial management	44.175	2010	2014	
industry	60.709	2012	2014	
debt	46.966	2012	2015	
financial crisis	5.58	2012	2015	
capital structure	73.941	2012	2018	
ceo duality	58.442	2013	2015	
board size	58.529	2013	2016	
perspective	113.107	2013	2018	
behavior	52.487	2015	2018	
company	102.407	2015	2018	
social responsibility	118.257	2015	2018	
efficiency	89.604	2015	2018	
impact	162.892	2016	2018	
quality	151.435	2016	2018	
diversity	80.614	2016	2018	

Nota: As palavras chaves estão disponíveis a partir de 1991.

Fonte: Dados da Pesquisa.

A Figura 32 apresenta uma rede de citação das publicações. Nesse caso, os trabalhos pioneiros aparecem como sendo Berle e Means com o trabalho *The Modern Corporation and Private Property* de 1932, e Jensen e Meckling com a obra *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure* de 1976.

Figura 32 – Redes de citação das publicações.



Nota: (frequência >= 10). Demonstra apenas o nome do primeiro autor.

Fonte: Dados da pesquisa.

Entre as obras representadas na Figura 32, pode-se destacar o trabalho de Klapper e Love (2004), no qual os autores procuram compreender as determinantes da qualidade da Governança Corporativa.

4.6 A Governança Corporativa como mediadora entre os seus determinantes e o Valor de Mercado

Os achados do tópico anterior (TÓPICO 4.5), apresentam um apanhado dos autores mais citados na literatura sobre a temática de Governança Corporativa. Neste trabalho, realizou-se uma síntese das relações entre a Governança Corporativa e suas Determinantes. Este escopo de estudo está embasado em obras como Klapper e Love (2004), Silveira (2004), Barucci e Falini (2005), Zandi, Taib e Ibrahim (2010), Zeghal e Moussa (2015) e Nerantzidis e Tsamis (2017). O Quadro 15, apresenta os Determinantes selecionados para as relações teóricas.

Quadro 15 – Determinantes da Governança Corporativa e suas relações teóricas esperadas.

Determinante da Governança Corporativa	Relação Esperada	Autor / Fonte
Endividamento (Estrutura de Capital)	(+) HGC1	Mapurunga, Ponte e Oliveira (2015) e Nerantzidis e Tsamis (2017)
Estrutura de Propriedade (OWN)	(Significativa) HGC2	Silveira (2004), Nerantzidis e Tsamis (2017) e Silveira e Barros (2008)
Tangibilidade dos Ativos (colaterais)	(-) HGC3	Silveira (2004), Silveira e Barros (2008) e Mapurunga, Ponte e Oliveira (2015)
Intangibilidade (Natureza da operação)	(+) HGC4	Himmelberg, Hubbard e Palia (1999), Silveira (2004) e Silveira e Barros (2008)
Rentabilidade ou Desempenho Econômico/Financeiro	(+) HGC5	Silveira (2004) e Silveira e Barros (2008)
Oportunidade de Crescimento	(+) HGC6	Klapper e Love (2004), Silveira (2004), Silveira e Barros (2008), Mapurunga, Ponte e Oliveira (2015)
Tamanho da Empresa	(+) HGC7	Nerantzidis e Tsamis (2017) e Mangena e Tauringana (2007)
Valor de Mercado	(+) HGC8	Lin et al. (2012) e Sahut et al. (2016)
Índice de <i>Payout</i>	(+) HGC9	Silveira (2004) e Silveira e Barros (2008)
Regulamentação do Setor (Indústria)	(+) HGC10	Silveira (2004) e Silveira e Barros (2008)
Tempo de existência (Idade)	(+) HGC11	Ariff, Ibrahim e Othman (2007) e Mapurunga, Ponte e Oliveira (2015)
Emissão de ADRs (<i>American Depositary Receipts</i>)	(+) HGC12	Silveira (2004), Silveira e Barros (2008) e Mapurunga, Ponte e Oliveira (2015)
Adesão aos Níveis Diferenciados de GC da Bovespa (NDGC)	(+) HGC13	Silveira (2004), Silveira e Barros (2008) e Mapurunga, Ponte e Oliveira (2015)
Risco do Negócio	(-) HGC14	Nascimento et al. (2018)

Obs.: O sinal positivo '(+)' indica que a teoria sugere uma relação positiva entre os construtos (coluna 1) e a Governança Corporativa, o sinal negativo '(-)' indica que a teoria sugere uma relação negativa entre a variável e a Governança Corporativa. 'Indeterminado' significa que não há previsão clara. As letras HEC_n indicam as Hipóteses sobre Governança Corporativa, que serão utilizadas para definir as relações no modelo final de Equações Estruturais. Considera-se a Rentabilidade do Ativo como um tipo de Desempenho Financeiro/Econômico.

Fonte: Elaborado pelo autor com base nas pesquisas citadas no próprio quadro.

No que se refere as possibilidades de variáveis dependentes para representar a Governança Corporativa, como salienta Cunha e Politelo (2013) é preciso levar em consideração que, as diferenças existentes entre o nível de qualidade da Governança Corporativa das várias empresas existentes, suscitou que diversos pesquisadores elaborassem índices para medir o nível de governança corporativa das empresas, como por exemplo, Kapper e Love (2004) e Silveira (2004).

Bhagat e Bolton (2008) consideram que existem métricas de Governança Corporativa que podem não ser adequadas. Segundo os autores um conjunto relevante de trabalhos recentes tem considerado medidas alternativas de Governança Corporativa.

Nesse contexto, para a criação da *proxy* (variável dependente) para Governança Corporativa entre as variáveis disponíveis (ver: TABELA 2), utilizou-se um construto que engloba as variáveis: FFON (Percentual de Free float On); FFT (Percentual de Free float Total), NDGC (A empresa está listada em Níveis Diferenciados de GC, como no segmento de Novo Mercado ou Nível 2) e PGC (Proxy de Governança. Somatório das Dummy's de IGC / IGC-NM / ITAG / IGCT).

Para os testes do modelo PLS-SEM a Tabela 24 apresenta a matriz para validade discriminante do modelo e os valores para os VIF Internos (*Variance Inflation Factor* – VIF). Como os valores dos VIF internos são inferiores a 5, o modelo atende ao pressuposto da literatura, ou seja, o modelo estrutural não possui multicolinearidade.

Tabela 24 – Validade Discriminante do modelo e estatística descritiva.

Variável latente	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
(1) ADRs	1,00											
(2) Crescimento	0,01	0,87										
(3) Estrutura de Capital	-0,02	-0,04	0,77									
(4) Estrutura de Propriedade	-0,08	-0,01	0,11	0,83								
(5) Governança Corporativa	0,08	0,03	-0,15	-0,78	0,81							
(6) Payout	0,04	-0,05	-0,08	0,01	-0,01	1,00						
(7) Rentabilidade	0,04	0,21	-0,37	-0,06	0,07	0,05	0,94					
(8) Risco do Negócio	-0,10	-0,08	0,40	0,04	-0,11	-0,04	-0,36	0,98				
(9) Tamanho	0,47	0,07	-0,38	-0,18	0,32	0,07	0,28	-0,40	0,88			
(10) Tangibilidade	0,08	0,01	0,07	0,03	-0,12	-0,06	-0,02	-0,11	-0,01	0,98		
(11) Tempo (Idade)	-0,02	0,01	-0,15	-0,27	0,47	0,01	0,02	0,04	0,14	-0,27	0,89	
(12) Valor de Mercado	0,42	0,03	-0,47	-0,21	0,34	0,09	0,30	-0,29	0,87	-0,08	0,25	1,00
M	1,00	0,71	0,59	0,69	0,66	1,00	0,89	0,97	0,78	0,95	0,80	1,00
STDEV	0,00	0,12	0,02	0,00	0,01	0,00	0,02	0,00	0,01	0,00	0,01	0,00
VIF Internos	1,36	1,05	1,43	1,11	1,00	1,02	1,31	1,42	1,78	1,11	1,21	-

Nota: Nas diagonais são as raízes quadradas do AVE (*Variância Média Extraída*), enquanto que fora das diagonais no triângulo inferior são as correlações entre os construtos. M (Média da amostra - AVE); STDEV (Desvio Padrão - AVE); VIF (*Variance Inflation Factor*).

Fonte: Dados da pesquisa.

A Tabela 25 apresenta um resumo das avaliações do modelo de mensuração para os construtos reflexivos, validando os ajustes para o modelo da pesquisa. Os critérios testados foram a Validade Convergente (Cargas Externas e Variância Média Extraída), Confiabilidade da Consistência Interna (Alfa de Cronbach e Confiabilidade Composta) e Validade Discriminante (Cargas Cruzadas ou Critério de Fornell e Larcker) (CHIN, 1998; GÖTZ; LIEHR-GOBBERG; KRAFFT, 2010; HAIR et al., 2016).

Tabela 25 – Resultados sintetizados para o modelo de medição reflexiva ajustado na pesquisa.

Variável latente	Indicadores	Validade Convergente		Confiabilidade da Consistência Interna		Validade Discriminante
		Cargas externas	Variância Média Extraída	Alfa de Cronbach	Confiabilidade Composta	Fornell-Larcker
		CE > 0,50	AVE > 0,50	AC > 0,70	CC > 0,70	Critério
Estrutura de Capital	END_C_CP	0,83	0,59	0,85	0,88	$0,77 = \sqrt{AVE}$
	END_C_D	0,96				
	END_C_DF	0,58				
	END_C_LP	0,62				
	END_M_D	0,79				
Governança Corporativa	FFON	0,82	0,66	0,83	0,88	$0,81 = \sqrt{AVE}$
	FFT	0,71				
	NDGC	0,85				
	PGC	0,85				
Estrutura de Propriedade	CON.5	0,94	0,69	0,85	0,90	$0,83 = \sqrt{AVE}$
	Dual	0,64				
	LPROP	0,85				
	PROP.5	0,87				
Rentabilidade	EBTIDA2.T	0,96	0,89	0,94	0,96	$0,94 = \sqrt{AVE}$
	ROA.T	0,91				
	ROAOP.T	0,96				
Risco do Negócio	Risc.1	0,99	0,97	0,97	0,98	$0,98 = \sqrt{AVE}$
	Risc.2	0,98				
Tamanho	Tam.AT	0,95	0,78	0,86	0,91	$0,88 = \sqrt{AVE}$
	Tam.PL	0,80				
	Tam.V.T	0,90				
Tangibilidade	Tang_1	0,97	0,95	0,95	0,98	$0,98 = \sqrt{AVE}$
	Tang_2	0,98				
Crescimento	Cresc1.T	0,75	0,75	0,72	0,86	$0,87 = \sqrt{AVE}$
	Cresc2.T	0,97				
Tempo (Idade)	ID	0,86	0,80	0,75	0,89	$0,89 = \sqrt{AVE}$
	IDCVM	0,93				
Payout	PAYOUT.E	1,00	1,00	1,00	1,00	$1,00 = \sqrt{AVE}$
ADRs	EADR	1,00	1,00	1,00	1,00	$1,00 = \sqrt{AVE}$
Valor de Mercado	VM	1,00	1,00	1,00	1,00	$1,00 = \sqrt{AVE}$

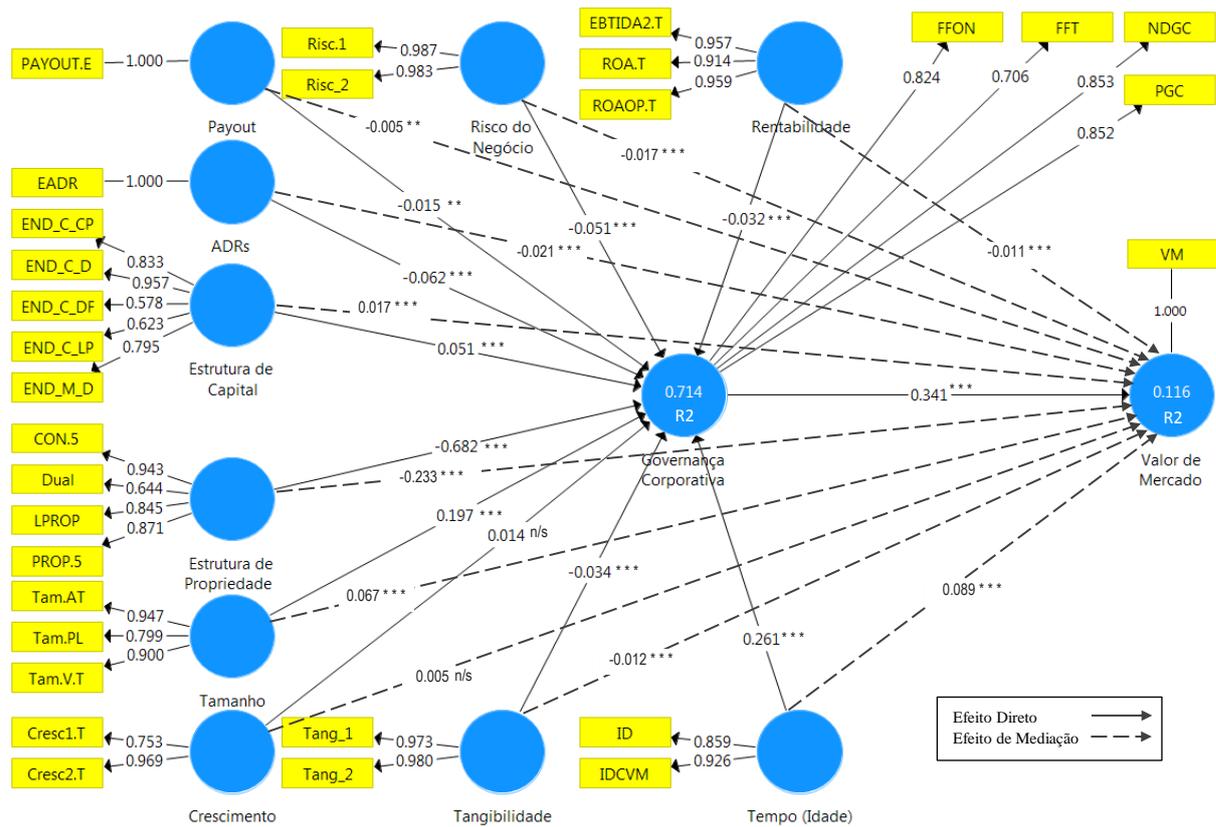
Nota: END_Cont_D (Endividamento a valor contábil); END_Cont_DF (Endividamento financeiro a valor contábil); END_Cont_CP (Endividamento de curto prazo a valor contábil); END_Cont_LP (Endividamento de longo prazo a valor contábil); END_Merc_D (Endividamento a valor de mercado); FFON (Percentual de Free float On); FFT (Percentual de Free float Total); NDGC (A empresa está listada em Níveis Diferenciados de GC, como no segmento de Novo Mercado ou Nível 2); PGC (Proxy de Governança. Somatório das Dummy's de IGC / IGC-NM / ITAG / IGCT); CON.5 (Direito de controle, 5 maiores acionistas, % ações ON); DUAL (Variável binária igual a 1, se existe emissão de duas classes de ações e 0, caso contrário); LPROP (Logaritmo do índice de Concentração); PROP.5 (Direito sobre o fluxo de caixa, 5 maiores acionistas, % ações ON e PN); EBTIDA2.T (EBTIDA sobre Ativo total); ROA.T (Rentabilidade do Ativo); ROAOP.T (Rentabilidade operacional do ativo); RISC.1 (Desvio-padrão do ROA); RISC.2 (Desvio-padrão do ROAOP); TAM.AT (Logaritmo do Ativo total); TAM.PL (Logaritmo do Patrimônio líquido); TAM.V.T (Logaritmo da Receita operacional líquida); TANG 1 e 2 (Tangibilidade dos Ativos); CRESC1 e CRESC2 (Oportunidade de Crescimento); ID (Tempo de existência da empresa); IDCVM (Tempo de registro na CVM); PAYOUT (Índice de Payout); ADRs (A empresa possui emissão de ADRs); VM (Valor de Mercado). Obs.: Para detalhes dos cálculos realizados ver Tabela 2.

Fonte: Dados da pesquisa.

A Figura 33 apresenta o desenho do modelo de mensuração gerado para a Governança Corporativa. O R² da Governança Corporativa enquanto variável endógena apresentou valor de 0,714, o que implica dizer que 71,4% das variações ocorridas na Governança Corporativa das empresas estudadas podem ser atribuídas as suas determinantes. O Valor de Mercado também exibiu R² de 0,116, um valor considerável, já que apenas a Governança Corporativa tem relação direta com ele, isso implica dizer que 11,6% das variações ocorridas no Valor de Mercado podem ser explicadas pela Estrutura de Capital.

Observa-se ainda na Figura 33, que as linhas contínuas que ligam os construtos se referem aos efeitos direto entre os construtos, e as linhas pontilhadas se referem as relações de mediação realizadas pela Governança Corporativa entre seus Determinantes e o Valor de Mercado.

Figura 33 – Modelo Estrutural para Governança Corporativa.



Nota: R²: coeficiente de determinação, *** p < 0,01, ** p < 0,05, * p < 0,10, n/s: não significativo.

Fonte: Dados da pesquisa.

Utilizando-se um procedimento de *bootstrapping* completo com um total de 5.000 subamostras (HENSELER; RINGLE; SINKOVICS, 2009; HAIR et al., 2016), verificou-se a robustez do modelo de caminhos.

Acredita-se que no caso específico da Rentabilidade causa Governança Corporativa existe um problema de endogeneidade, pois a Rentabilidade afeta a Governança Corporativa de forma negativa e com baixa magnitude de sinal, não atendendo assim o sinal esperado desta relação. Entretanto, se invertermos a relação dentro do modelo, Governança Corporativa causa Rentabilidade temos um sinal positivo e também significativo. A inversão poderia ser feita para o modelo estrutural sem nenhum prejuízo para os outros estimadores do modelo, contudo, como o objetivo a princípio foi testar as influências das determinantes, optou-se por deixar o modelo proposto inicialmente.

A Tabela 26 apresenta os resultados das Hipóteses de pesquisa. O resultado mostra que das relações testadas apenas o construto de Crescimento não obteve um β significativo (significância do valor de $T^{***} = p < 0,001$) (valor T de 1,661 e coeficiente de caminho de 0,017).

A hipótese para a Emissão de ADRs não foi confirmada, apesar de se esperar que empresas que emitem ADRs (*American Depositary Receipts*) tenha que se enquadrar em padrões mais rígidos de Governança Corporativa, isso não pode ser verificado para a amostra. A estrutura de Capital, por sua vez, apresentou sinal esperado, indicando como afirmam Mapurunga, Ponte e Oliveira (2015) e Nerantzidis e Tsamis (2017) que empresas com índices mais altos de endividamento tendem a apresentar melhores níveis de Governança Corporativa.

Confirmando os achados anteriores, a Estrutura de Propriedade apresentou resultados significativos e negativos para Governança Corporativa. Já para o indicador de *Payout*, apesar de significativo não apresentou sinal esperado pela teoria. O Risco do Negócio apresentou uma relação significativa e negativa com a Governança Corporativa. Como menciona Assaf Neto (2012), Silveira (2015) e Nascimento et al. (2018) após a separação entre propriedade e controle, se instalou um cenário de assimetria informacional, o qual só foi amenizado após o incremento de boas práticas de Governança Corporativa que proporcionaram uma redução relevante do risco específico da companhia percebido pelo investidor.

O Tamanho apresentou sinal positivo com a Governança Corporativa, o que indica que empresas maiores conseguem implementar boas práticas de Governança Corporativa. A Tangibilidade por sua vez, retornou uma relação negativa com Governança Corporativa, o que segundo Himmelberg, Hubbard e Palia (1999), Silveira (2004), Silveira e Barros (2008) e Mapurunga, Ponte e Oliveira (2015) indica que empresas que possuem atividades muito intangíveis têm maiores riscos de terem seus recursos desviados, em virtude da dificuldade de monitoramento dos investimentos em ativos intangíveis. Nesse contexto, as companhias

possuem melhores níveis de Governança Corporativa objetivando amenizar estas características operacionais.

O Tempo (Idade) também apresentou sinal significativo e positivo com a Governança Corporativa. Para Ariff, Ibrahim e Othman (2007) e Mapurunga, Ponte e Oliveira (2015) esse resultado se justifica porque empresas com maior tempo de operação buscam práticas de Governança Corporativa para manter sua reputação. Ademais, companhias com mais experiência tem aprendizagem dos efeitos causados pela má e boa Governança Corporativa.

Tabela 26 – Síntese das hipóteses da pesquisa e seus resultados.

Relações Estruturais Efeitos Diretos	Coefficiente de caminho	Valor de T	Efeito	Hipóteses e Sinais esperados	Sinal	Result.
	(β)	T > 1,96	f^2			
ADRs -> GC	-0,062***	6,376	0,010***	HGC12 (+)	-	Rejeita
Crescimento -> GC	0,014 n/s	1,661	0,001 n/s	HGC6 (+)	n/s	n/s
Estrutura de Capital -> GC	0,051***	5,346	0,006**	HGC1 (+)	+	Aceita
Estrutura de Propriedade -> GC	-0,682***	80,919	1,465***	HGC2 (sig.)	-	Aceita
GC -> Valor de Mercado	0,341***	26,390	0,132***	HGC8 (+)	+	Aceita
Payout -> GC	-0,015**	2,182	0,001 n/s	HGC9 (+)	-	Rejeita
Rentabilidade -> GC	-0,032***	3,993	0,003*	HGC5 (+)	-	Rejeita
Risco do Negócio -> GC	-0,051***	7,546	0,006***	HGC14 (-)	-	Aceita
Tamanho -> GC	0,197***	18,250	0,076***	HGC7 (+)	+	Aceita
Tangibilidade -> GC	-0,034***	4,261	0,004**	HGC3 (-)	-	Aceita
Tempo (Idade) -> GC	0,261***	29,178	0,196***	HGC11 (+)	+	Aceita

Notas: *** Estatisticamente significante ao nível de 0,001. H_6 e H_7 efeito indireto. *** p < 0,01, ** p < 0,05, * p < 0,10, n/s: não significativo. EC (Estrutura de Capital); VM (Valor de Mercado); Ind. (Indeterminado); Result.: Resultado; Os valores de T são significativos > 1,96. Para o Tamanho de efeito f^2 valores 0,02 (efeitos pequenos), 0,15 (efeitos médios) e 0,35 (efeitos grandes).

Fonte: Dados da pesquisa.

A Tabela 26 também apresenta os resultados do tamanho do efeito f^2 , referente às relações estruturais do modelo. Para se avaliar os valores de f^2 , pode-se utilizar a faixa de tamanhos de efeito proposta por Henseler, Ringle e Sinkovics (2009) na qual valores 0,02, 0,15 e 0,35, indicam respectivamente, efeitos pequenos, efeitos médios e efeitos grandes dos construtos exógenos.

No presente tópico, como realizados nos anteriores, optou-se por testar as complexas relações dos efeitos indiretos entre as Determinantes da Governança Corporativa e do Valor de Mercado por meio da mediação da própria Governança Corporativa. O objetivo como menciona Nascimento et al. (2018) é trazer mais subsídios para as discussões das principais variáveis do campo de finanças.

Essas relações podem ser visualizadas na Tabela 27, importante salientar que o construto de Governança Corporativa atua como variável mediadora entre a maioria das suas determinantes e o Valor de Mercado, na qual apresenta os β estatisticamente significativa (β ; Valor de $T^{***} = p < 0,001$). Estes resultados indicam que a própria Estrutura de Capital absorve parte do relacionamento (reduz a força do impacto) entre os construtos dos seus próprios determinantes e Valor de Mercado. Assim, reduz a força de impacto das determinantes sobre o Valor de Mercado das empresas pesquisadas.

Tabela 27 – Síntese das hipóteses da pesquisa e seus resultados.

Efeitos Indiretos (Mediação)	(β)	Valor de T	Sinal	Resultados Empíricos Encontrados
ADRs -> GC -> VM	-0,021 ^{***}	6,505	-	Mediação negativa
Crescimento -> GC -> VM	0,005 ^{n/s}	1,662	n/s	n/s
Estrutura de Capital -> GC -> VM	0,017 ^{***}	5,361	+	Mediação positiva
Estrutura de Propriedade -> GC -> VM	-0,233 ^{***}	28,135	-	Mediação negativa
Payout -> GC -> VM	-0,005 ^{**}	2,183	-	Mediação negativa
Rentabilidade -> GC -> VM	-0,011 ^{***}	4,015	-	Mediação negativa
Risco do Negócio -> GC -> VM	-0,017 ^{***}	7,630	-	Mediação negativa
Tamanho -> GC -> VM	0,067 ^{***}	12,716	+	Mediação positiva
Tangibilidade -> GC -> VM	-0,012 ^{***}	4,164	-	Mediação negativa
Tempo (Idade) -> GC -> VM	0,089 ^{***}	18,888	+	Mediação positiva

Notas: *** Estatisticamente significativa ao nível de 0,001. H_6 e H_7 efeito indireto. *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,10$, n/s: não significativo. GC (Governança Corporativa); VM (Valor de Mercado); Ind. (Indeterminado); os valores de T são significativos $> 1,96$. Para o Tamanho de efeito f^2 valores 0,02 (efeitos pequenos), 0,15 (efeitos médios) e 0,35 (efeitos grandes).

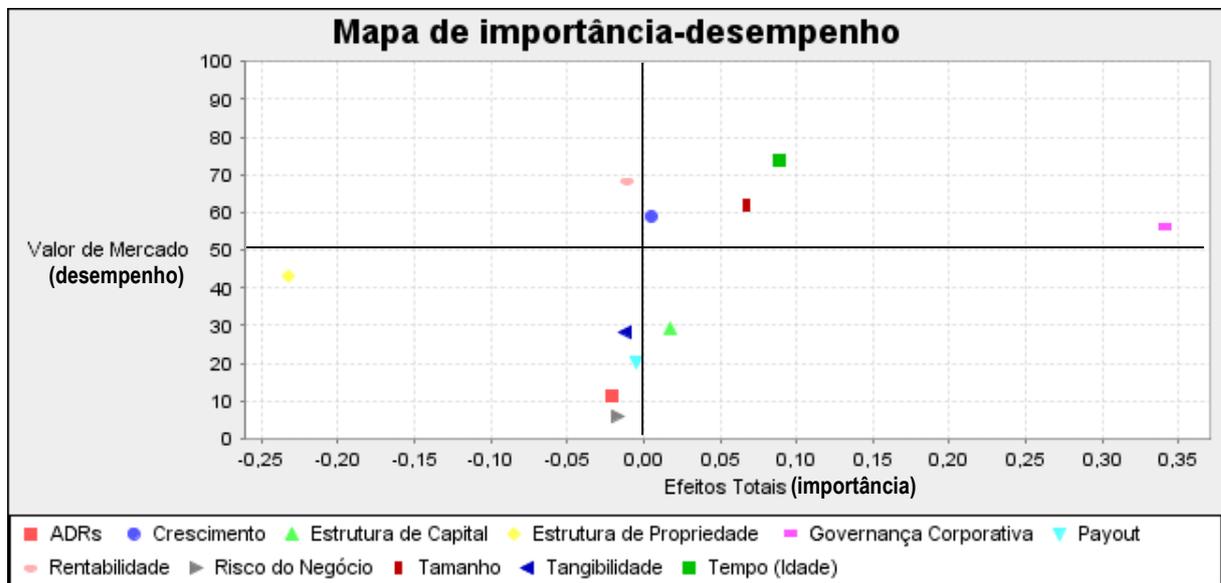
Fonte: Dados da pesquisa.

Os resultados encontrados na mediação ainda podem ser completados ao se relacionar os efeitos totais (importância) com o desempenho (escores médios em escala de 0 a 100) (BIDO; SILVA, 2019). Como argumenta Ringle, Wende e Becker (2015, p. 1) o “mapa de importância-desempenho inclui todos os construtos no modelo de caminhos PLS que são construtos antecedentes indiretos e diretos do construto alvo selecionado no modelo de caminhos PLS”.

Analisando a Figura 34, fica evidente que a maioria dos construtos possui baixa importância (Rentabilidade, Crescimento, Tangibilidade, Estrutura de Capital, Payout, ADRs

e Risco do Negócio) dentro do modelo. Os construtos com maior desempenho para o Valor de Mercado da empresa são o Tamanho e o Tempo (Idade), ou seja, quanto maior a empresa mais tempo ela tem de atividade, maior pode ser seu valor de mercado. Os construtos de Tamanho e Tempo (Idade), no que se refere aos seus desempenhos já se encontram acima da média na influência do Valor de Mercado (Tamanho de um escore de 62 até 100 e Tempo de um escore de 73 até 100). Apesar de não ser possível gerenciar a idade da firma esse resultado indica que empresas com maior idade tende a ter maior valor de mercado. Por outro lado, o tamanho da firma pode ser ampliado por meio de estratégias de fusões e aquisições.

Figura 34 – Mapa de importância-desempenho para o Valor de Mercado com construto alvo.



Fonte: Dados da pesquisa.

A relação de oposição encontrada no modelo de Estrutura de Propriedade se repetiu no modelo de Governança Corporativa, ou seja, para análise dos efeitos totais (importância) com o desempenho (escores médios em escala de 0 a 100) a Estrutura de Propriedade e a Governança Corporativa estão em quadrantes opostos. Isso indica que a Governança Corporativa impacta de forma negativa em estruturas concentradas, sendo assim, quanto maior o nível de Governança Corporativa dentro das empresas menor deverá ser a concentração de propriedade, significando que pode proteger os acionistas minoritários de serem expropriados por acionistas controladores, em função do seu domínio sobre o processo de decisão.

4.7 Um modelo multiteórico para análise integrada

Partindo do exposto por Daily, Dalton e Cannella (2003), Zou e Xiao (2006), Nisiyama e Nakamura (2014), Nascimento et al. (2018) e Kreuzberg e Vicente (2018, p. 58), da necessidade de se integrar teorias, em uma abordagem multiteórica, permitindo testar de forma empírica e simultânea as complexas relações de teorias em um modelo de análise integrado. Este tópico tem por finalidade apresentar um modelo multiteórico de análise que busca verificar de que forma as imperfeições de mercado podem ser explicadas por um modelo que integra as relações existentes entre as teorias sobre Estrutura de Capital, Estrutura de Propriedade e Governança Corporativa.

Desta forma todas as hipóteses apresentadas nos Quadros 13, 14 e 15, foram testadas no modelo final. A única hipótese que não está especificada nos tópicos anteriores é a Hipótese de Mercado eficiente. Essa relação é importante para verificar se existem indícios de um mercado perfeito em alguma de suas formas, Fraca (*weak form efficiency*) Semi-Forte (*semi-strong form efficiency*) ou Eficiência Forte (*strong form efficiency*). Para isto, desenvolve-se a hipótese (HME) que busca verificar se existe uma Eficiência Semi-Forte (*semi-strong form efficiency*), a hipótese é apresentada no Quadro 16.

Quadro 16 – A Hipótese de Mercado Eficiente e sua relação teórica esperada.

Variável Independente	Relação Esperada	Autor / Fonte
Valor de Mercado	+	Fama (1970, 1991), Mishra e Kapil (2017) e Nascimento et al. (2018)
Desempenho Econômico/Financeiro		
Nota: A letra HME indica a Hipótese de Mercado Eficiente, que será utilizada para definir a relação no modelo de Equações Estruturais.		

Fonte: Elaborado pelo autor com base nas pesquisas citadas no próprio quadro.

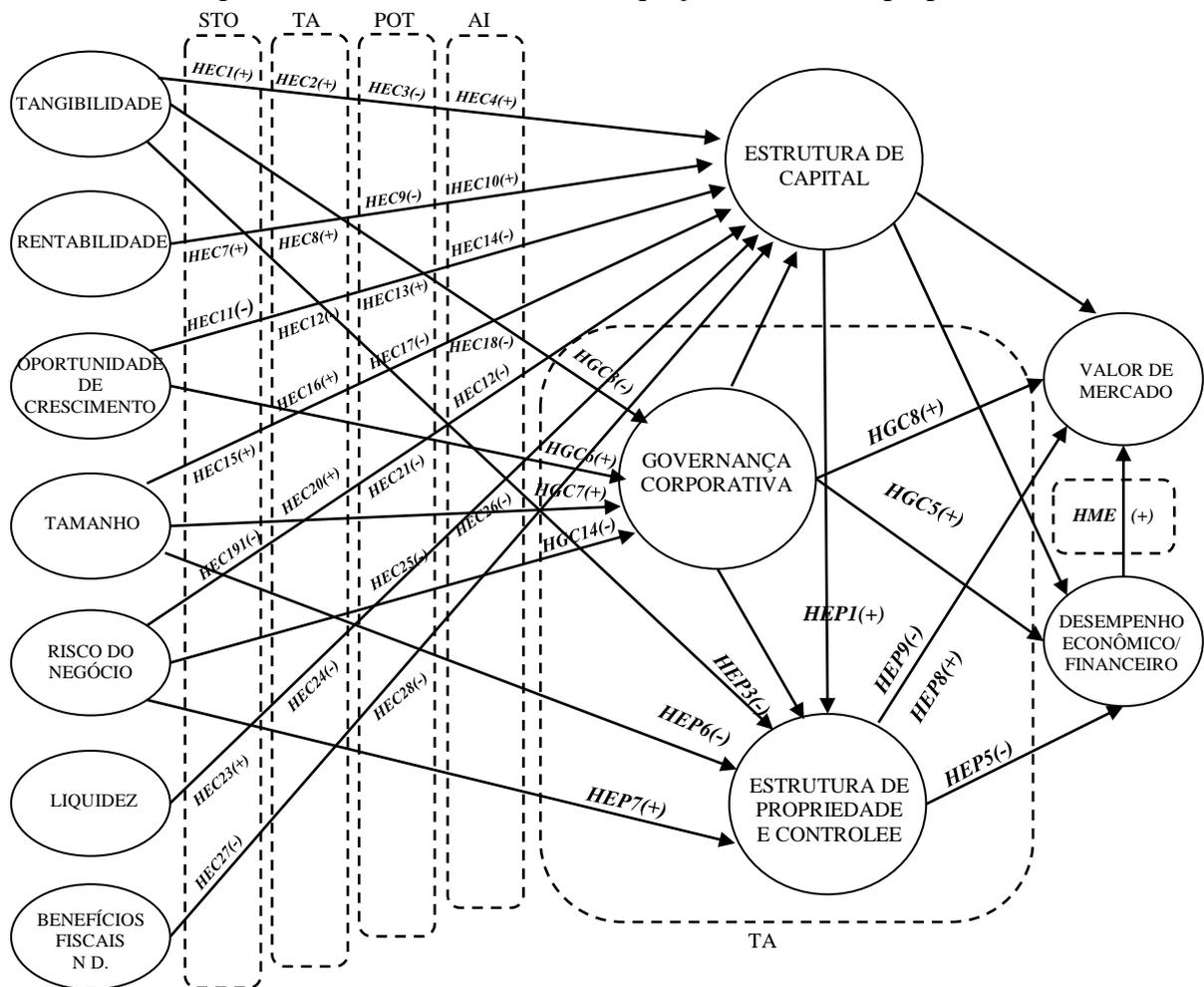
Para o modelo multiteórico de análise proposto, utilizou-se o método do PLS-SEM como nos modelos anteriores. Para elucidar quais as principais relações estudadas, apresenta-se na Figura 35, um esboço, incompleto ao que se refere ao número de construtos utilizados, de como modelo teórico cumpre sua função em demonstrar qual a lógica do modelo estrutural proposto (modelo estrutural - interno), assim como as hipóteses foram elaboradas de forma a possibilitar uma análise integrada das teorias abordadas.

Para delimitação das hipóteses referentes a cada teoria – tendo em vista que cada determinante atende normalmente a mais de uma teoria – foram sobrepostas ao modelo teórico marcações pontilhadas com o nome da sua respectiva teoria, abreviado na parte

superior ou inferior da marcação, delimitando, assim, as hipóteses de cada teoria dentro de suas respectivas marcações pontilhadas (FIGURA 35).

Observa-se que os construtos formados pelos determinantes, são construtos latentes independentes (exógenos), por outro lado, os construtos formados pela Estrutura de Capital, Estrutura de Propriedade, Governança Corporativa e Valor de Mercado são construtos latentes dependentes (endógenos). Neste sentido, a abordagem proposta possibilita gerar um modelo de análise integrado, capaz de validar modelos teóricos dentro do campo de Finanças.

Figura 35 – O modelo teórico de equações estruturais proposto.



Fonte: Elaborado pelo autor. Nota: Teoria da Agência (TA), Assimetria de Informação (AI), Static Trade-off (STO), Pecking Order (POT), Hipótese de Mercado Eficiente (HME).

A Tabela 28, apresenta a matriz para validade discriminante do modelo e estatísticas descritivas que auxiliam na interpretação dos construtos. Além das raízes quadradas do AVE apresentadas nas diagonais, e as correlações fora das diagonais é possível se ver na última linha os valores para os VIF Internos (*Variance Inflation Factor* – VIF inferiores a 5, o modelo estrutural não possui multicolinearidade).

Tabela 28 – Validade Discriminante do modelo e estatística descritiva.

Variável latente	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)
(1) Benefícios fiscais	1,00																
(2) D	-0,49	1,00															
(3) Efeitos Fiscais	-0,42	0,88	1,00														
(4) EC	0,02	-0,22	-0,28	0,79													
(5) EP	-0,02	-0,05	-0,06	0,10	0,83												
(6) GC	0,00	0,08	0,08	-0,13	-0,77	0,81											
(7) Intangibilidade	0,00	0,06	0,09	-0,20	-0,14	0,16	1,00										
(8) Liquidez	-0,04	0,06	0,09	-0,43	0,02	-0,02	0,01	0,94									
(9) Payout	-0,03	0,04	0,05	-0,08	0,01	-0,01	0,04	0,05	1,00								
(10) PGG	-0,33	0,60	0,58	-0,12	-0,02	0,05	0,03	0,02	0,02	1,00							
(11) Rentabilidade	-0,22	0,37	0,51	-0,38	-0,06	0,07	0,21	0,11	0,05	0,32	0,94						
(12) Risco	0,14	-0,29	-0,34	0,41	0,05	-0,11	-0,05	-0,05	-0,04	-0,15	-0,37	0,98					
(13) Singularidade	-0,06	-0,05	-0,11	0,02	-0,09	-0,03	0,08	0,01	-0,02	-0,07	-0,11	0,14	1,00				
(14) Tamanho	-0,08	0,21	0,26	-0,48	-0,18	0,32	0,22	-0,03	0,08	0,14	0,31	-0,42	-0,14	0,87			
(15) Tangibilidade	0,06	0,06	0,04	0,07	0,02	-0,12	-0,11	-0,16	-0,06	0,03	-0,03	-0,11	0,03	-0,04	0,98		
(16) Tempo (Idade)	0,09	0,01	0,02	-0,13	-0,27	0,48	0,15	0,02	0,01	-0,01	0,02	0,04	-0,09	0,14	-0,27	0,89	
(17) Valor de Mercado	-0,02	0,16	0,22	-0,42	-0,21	0,35	0,36	-0,03	0,09	0,10	0,30	-0,30	-0,07	0,86	-0,08	0,25	1,00
M	1,00	1,00	1,00	0,62	0,70	0,66	1,00	0,88	1,00	1,00	0,88	0,97	1,00	0,75	0,95	0,80	1,00
STDEV	0,00	0,00	0,00	0,01	0,00	0,01	0,00	0,01	0,00	0,00	0,02	0,00	0,00	0,01	0,00	0,01	0,00
EC VIF Internos	1,26	-	1,65	-	-	1,42	-	1,05	-	-	1,48	1,40	1,06	1,41	1,15	1,42	-
EP VIF Internos	-	-	-	1,52	-	1,43	1,12	-	1,01	1,12	1,41	1,44	-	1,58	1,11	1,42	-
GC VIF Internos	-	-	-	-	-	-	1,11	-	1,01	-	1,24	1,36	-	1,34	1,11	1,12	-
VM VIF Internos	-	1,05	-	1,07	2,48	2,51	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
DF VIF Internos	-	-	-	1,02	2,48	2,50	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Nota: Nas diagonais são as raízes quadradas do AVE (*Variância Média Extraída*), enquanto que fora das diagonais no triângulo inferior são as correlações entre os construtos. M (Média da amostra - AVE); STDEV (Desvio Padrão - AVE); VIF (*Variance Inflation Factor*); D (Desempenho Econômico/Financeiro); EC (Estrutura de Capital); EP (Estrutura de Propriedade); GC (Governança Corporativa); PGG (Possibilidade de gasto pelo Gestor); VM (Valor de Mercado).

Fonte: Dados da pesquisa.

Os critérios mais utilizados para se avaliar os construtos reflexivos em modelos PLS-SEM, são Validade Convergente, Confiabilidade da Consistência Interna e Validade Discriminante (CHIN, 1998; GÖTZ; LIEHR-GOBBERS; KRAFFT, 2010; HAIR et al., 2016). Neste sentido a Tabela 29, apresenta um resumo das avaliações do modelo de mensuração, validando os ajustes para o modelo da pesquisa.

Para o Critério de Fornell e Larcker, no qual compara-se as raízes quadradas das variâncias médias extraídas (valores das AVE) com as correlações de Pearson entre os demais construtos. Os valores das raízes quadradas das AVEs (na diagonal da TABELA 28), devem sempre ser maiores que os valores das correlações para os construtos (triângulo inferior da TABELA 28) para se confirmar a validade discriminante no modelo.

Tabela 29 – Resultados sintetizados para o modelo de medição reflexiva ajustado na pesquisa.

Variável latente	Indicadores	Validade Convergente		Confiabilidade da Consistência Interna		Validade Discriminante
		Cargas externas	Variância Média Extraída	Alfa de Cronbach	Confiabilidade Composta	Fornell-Larcker
		CE > 0,50	AVE > 0,50	AC > 0,70	CC > 0,70	Crítério
Estrutura de Capital	END_C_CP	0,78	0,62	0,85	0,89	$0,79 = \sqrt{AVE}$
	END_C_D	0,96				
	END_C_DF	0,70				
	END_C_LP	0,70				
	END_M_D	0,77				
Governança Corporativa	FFON	0,81	0,66	0,83	0,88	$0,81 = \sqrt{AVE}$
	FFT	0,69				
	NDGC	0,86				
	PGC	0,86				
Estrutura de Propriedade	CON.5	0,94	0,70	0,85	0,90	$0,83 = \sqrt{AVE}$
	Dual	0,63				
	LPROP	0,85				
	PROP.5	0,88				
Liquidez	Liq.C	0,98	0,88	0,96	0,97	$0,94 = \sqrt{AVE}$
	Liq.G	0,88				
	Liq.I	0,92				
	Liq.S	0,97				
Rentabilidade	EBTIDA2.T	0,94	0,88	0,94	0,96	$0,94 = \sqrt{AVE}$
	ROA.T	0,93				
	ROAOP.T	0,94				
Tamanho	Tam.AT	0,88	0,75	0,86	0,90	$0,87 = \sqrt{AVE}$
	Tam.PL	0,91				
	Tam.V.T	0,81				
Tempo (Idade)	ID	0,85	0,80	0,75	0,89	$0,89 = \sqrt{AVE}$
	IDCVM	0,94				
Intangibilidade	InTangM	1,00	1,00	1,00	1,00	$1,00 = \sqrt{AVE}$
	GI	1,00				
Risco	Risc.1	0,99	0,97	0,97	0,98	$0,98 = \sqrt{AVE}$
	Risc_2	0,98				
Tangibilidade	Tang_1	0,97	0,95	0,95	0,98	$0,98 = \sqrt{AVE}$
	Tang_2	0,98				
Desempenho	MARG.T	1,00	1,00	1,00	1,00	$1,00 = \sqrt{AVE}$
	PGG	NFCL.T				
Payout	PAYOUT.E	1,00	1,00	1,00	1,00	$1,00 = \sqrt{AVE}$
Singularidade	Sing1.T	1,00	1,00	1,00	1,00	$1,00 = \sqrt{AVE}$
Efeitos Fiscais	FISC.T	1,00	1,00	1,00	1,00	$1,00 = \sqrt{AVE}$
Benefícios fiscais	NDTS.1.E	1,00	1,00	1,00	1,00	$1,00 = \sqrt{AVE}$
Valor de Mercado	VM	1,00	1,00	1,00	1,00	$1,00 = \sqrt{AVE}$

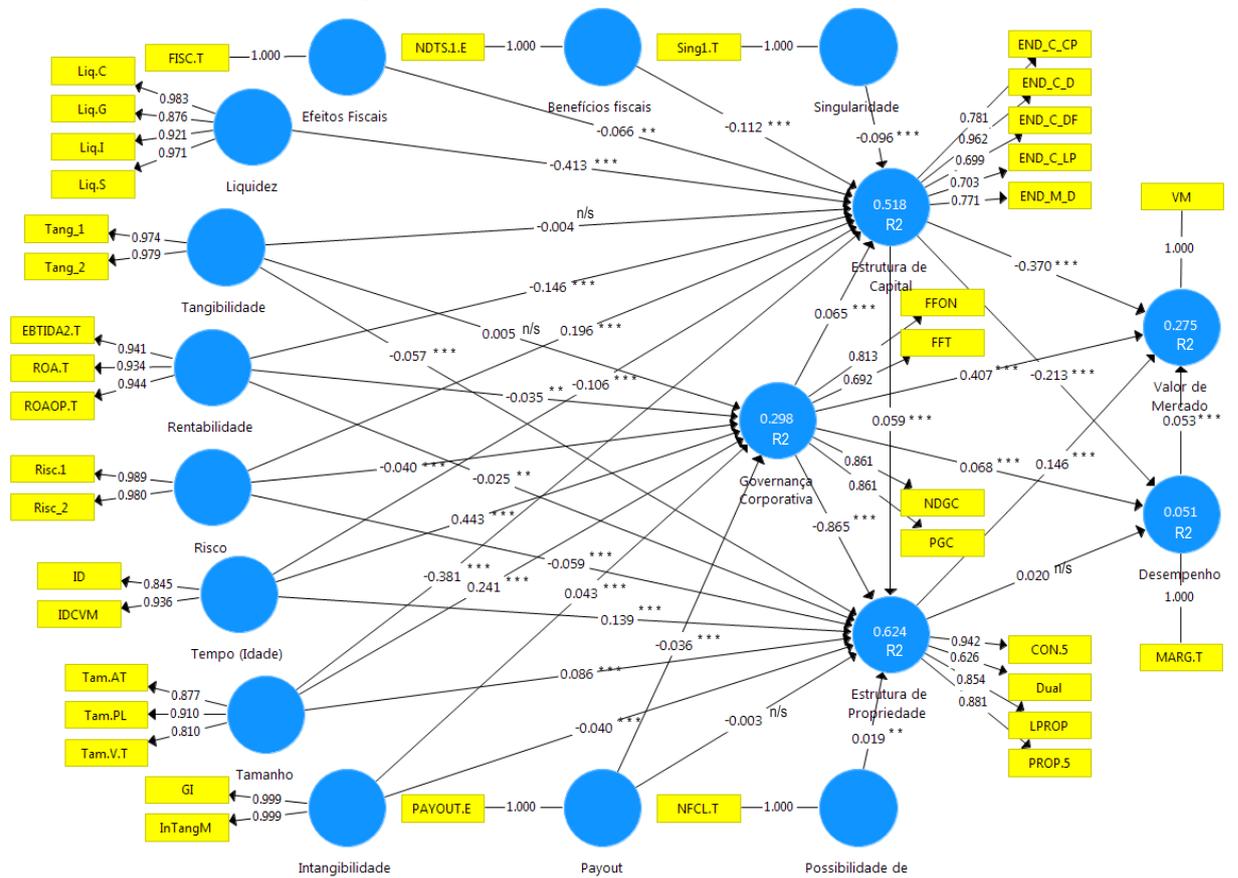
Nota: END_Cont_D (Endividamento a valor contábil); END_Cont_DF (Endividamento financeiro a valor contábil); END_Cont_CP (Endividamento de curto prazo a valor contábil); END_Cont_LP (Endividamento de longo prazo a valor contábil); END_Merc_D (Endividamento a valor de mercado); FFON (Percentual de Free float On); FFT (Percentual de Free float Total); NDGC (A empresa está listada em Níveis Diferenciados de GC, como no segmento de Novo Mercado ou Nível 2); PGC (Proxy de Governança. Somatório das Dummy's de IGC / IGC-NM / ITAG / IGCT); CON.5 (Direito de controle, 5 maiores acionistas, % ações ON); DUAL (Variável binária igual a 1, se existe emissão de duas classes de ações e 0, caso contrário); LPROP (Logaritmo do índice de Concentração); PROP.5 (Direito sobre o fluxo de caixa, 5 maiores acionistas, % ações ON e PN); LIQ.C (Liquidez corrente); LIQ.G (Liquidez Geral); LIQ.I (Liquidez Imediata); LIQ.S (Liquidez Seca); EBTIDA2.T (EBTIDA sobre Ativo total); ROA.T (Rentabilidade do Ativo); ROAOP.T (Rentabilidade operacional do ativo); TAM.AT (Logaritmo do Ativo total); TAM.PL (Logaritmo do Patrimônio líquido); TAM.V.T (Logaritmo das Receita operacional líquida); ID (Tempo de existência da empresa); IDCVM (Tempo de registro na CVM); InTangM (Cotação / VPA); GI (Grau de intangibilidade); RISC.1 (Desvio-padrão do ROA); RISC.2 (Desvio-padrão do ROAOP); TANG 1 e 2 (Tangibilidade dos Ativos); MARG.T (Lucro Líquido/Receita operacional líquida); NFCL.T (Nível do Fluxo de Caixa Livre); PAYOUT (Índice de Payout); SING1.T (Singularidade dos Ativos); FISC.T (Efeitos Fiscais - *Nível de Tax Shields*); NDTS.1.E (Benefícios fiscais não gerados pelo endividamento - *Nontax Shields*); VM (Valor de Mercado); PGC (Possibilidade de Gasto pelo Gestor); Desempenho (Desempenho Econômico/Financeiro). Obs.: Para detalhes dos cálculos realizados ver Tabela 2.

Fonte: Dados da pesquisa.

A Figura 36, apresenta o modelo de análise integrado. Entre as variáveis endógenas a que apresentou maior R² foi a Estrutura de Propriedade com valor de 0,624, ou seja, o modelo parece explicar 62,4% das oscilações da Estrutura de Propriedade. Em segundo a Estrutura de Capital retornou um R² de 0,518, o que representa um poder de explicação de 51,8% das variações sofridas pela Estrutura de Capital.

A Governança Corporativa apresentou um R² de 0,298, um valor próximo ao apresentado pelo valor de Mercado de 0,300. Esses valores indicam que aproximadamente 30% das variações ocorridas nessas variáveis podem ser explicadas pelo modelo.

Figura 36 – Modelo multiteórico de análise.



Nota: R²: coeficiente de determinação, *** p < 0,01, ** p < 0,05, * p < 0,10, n/s: não significativo.
 Fonte: Dados da pesquisa.

Para avaliar as estimativas dos coeficientes de caminho do modelo estrutural utilizou-se um procedimento de *bootstrapping* completo, com um total de 5.000 subamostras como recomendado por Henseler, Ringle e Sinkovics (2009) e Hair et al. (2016). Este procedimento

visou garantir a robustez do modelo de caminhos, e possibilita verificar os coeficientes e as hipóteses propostas na pesquisa.

Dentro desta proposta a Tabela 30, apresenta os resultados das Hipóteses de pesquisa. O resultado demonstra que das 57 hipóteses levantadas inicialmente (QUADRO 13, 14, 15 e 16), 49 foram testadas, por meio de 35 relações estruturais com efeitos diretos (TABELA 30) no modelo multiteórico de análise. Das 35 relações, apenas 4 não apresentam significância estatística (EP -> Desempenho, Payout -> EP, Tangibilidade -> EC, e Tangibilidade -> GC). Das relações significativas com sinais esperados 20 foram aceitas por alguma teoria, e 6 foram rejeitadas para o modelo final. Todas as teorias foram úteis para validar alguma das relações, e como a Teoria da Agência era a Teoria com mais hipóteses a priori ela também foi a com mais relações aceitas.

Como muitas das hipóteses apresentadas na Tabela 30, já foram apresentadas em tópicos anteriores (Tópicos 4.2, 4.4 e 4.6), o foco foi abordar as relações que ainda não foram exploradas ou são características do modelo multiteórico de análise.

Neste sentido, a relação entre Estrutura de Propriedade e Desempenho, não retornou valores significativos. Como argumenta Silveira (2014), a relação entre as variáveis de Estrutura de Propriedade sobre o desempenho corporativo, apresentam relações inconsistentes, com mudança quase que completa do sentido das relações, quando testada por meio de abordagens como equações isoladas e de equações simultâneas. Este fato, explica o ocorrido com o sinal da variável Estrutura de Propriedade e Valor de mercado que nos modelos anteriores apresentava relação negativa (TABELA 16 e 27), e no modelo final (TABELA 30) apresentou um valor positivo, isto em virtude de uma nova estrutura de caminhos adotados e a sobreposição dos efeitos indiretos e totais.

Para a Hipótese de Mercado Eficiente (HME), que objetivou verificar o impacto que o Desempenho (utilizou-se o desempenho econômico representado pela margem líquida) tem sobre o Valor de Mercado, foi aceita com significância estatística e sinal positivo. Neste sentido observa-se que demonstrações econômico/financeiras disponibilizadas são incorporadas rapidamente pelo Valor de Mercado.

Esta hipótese é central para o modelo multiteórico, pois indica que existe ao menos uma eficiência de mercado semi-forte (*semi-strong form efficiency*). Como afirma Fama (1970, 1991), entre as informações que afetam os preços das ações no mercado, a Eficiência Semi-Forte (*semi-strong form efficiency*), se caracteriza quando o mercado de capitais refleti instantaneamente todo o tipo de informação disponível ao público, ou seja, qualquer nova informação é rapidamente incorporada aos preços dos ativos.

Neste contexto, como o Desempenho afeta o Valor de Mercado confirmando um mercado com eficiência semi-forte, é preciso avaliar como as outras variáveis chave do estudo estão relacionadas com essa eficiência de mercado e como ela pode auxiliar a amenizar as imperfeições causadas pela separação entre propriedade e controle.

Como pode ser visto na Tabela 30, a Estrutura de Capital apresenta sinal negativo com o Valor de Mercado. Teoricamente essa relação está embasada pela *Pecking Order Theory* na qual as escolhas de financiamento são determinadas por uma hierarquia de prioridades, e não necessariamente objetivam atingir um nível de endividamento ótimo.

Neste âmbito as decisões de investimentos parecem, como afirmam Myers e Majluf (1984) e Myers (1984), serem projetadas para suavizar ineficiências tais como, risco moral e seleção adversa das decisões de investimento sobre Estrutura de Capital, as quais são ocasionadas principalmente pela assimetria de informação. Assim, as decisões sobre Estrutura de Capital, aparentemente são direcionadas de forma a se evitem imperfeições de mercado, como custo de agência e assimetria de informação, colaborando com os achados para a Hipótese de Mercado Eficiente encontrada.

A Tabela 30, apresenta a reação positiva entre a Estrutura de Capital e a Estrutura de Propriedade, essa relação se justifica porque à medida que o grupo controlador aumenta sua participação acionária (concentração de propriedade) ocorre uma tendência de maior uso de dívidas (ROCHA, 2014), o que remete ao fato que, maiores níveis de alavancagem podem vir acompanhados de maiores percentuais de concentração na estrutura de propriedade. Isto pode acarretar em maiores níveis de imperfeição de mercado, pois Estruturas de Propriedade muito concentradas geram problemas de agência, nos quais acionistas majoritários tendem a expropriarem os acionistas minoritários. Esses malefícios acabam por gerar assimetria de informação entre acionistas minoritários e os majoritários e impactam de forma negativa o desempenho da firma.

Observa-se na Tabela 30, que para algumas relações, tais como Estrutura de Capital -> Desempenho, Estrutura de Capital -> Valor de Mercado, Estrutura de Propriedade -> Desempenho, Tempo (Idade) -> Estrutura de Capital e Tempo (Idade) -> Estrutura de Propriedade, não foram definidas hipóteses a priori.

Tabela 30 – Síntese das hipóteses da pesquisa e seus resultados.

Hipóteses e Sinais esperados				Relações Estruturais Efeitos Diretos	Coeficiente de caminho (β)	Efeito f ²	Sinal	Result.	Teorias Suportadas				
ST	TA	PO	AI						ST	TA	PO	AI	
HEC27 (-)		HEC28 (-)		Benefícios fiscais -> EC	-0,11***	0,02**	-	Aceita	X		X		
			HME ¹ (+)	Desempenho -> VM	0,18***	0,04***	+	Aceita					X
HEC29 (+)				Efeitos Fiscais -> EC	-0,07**	0,01 n/s	-	Rejeita					
				EC -> Desempenho	-0,21***	0,05**	-						
	HEP1 (+)			EC -> EP	0,06***	0,01**	+	Aceita			X		
				EC -> VM	-0,31***	0,18***	-						
				EP -> Desempenho	0,02 n/s	0,00 n/s	n/s						
	HEP8 (+)			EP -> VM	0,15***	0,01***	+	Aceita			X		
	HEP9 (-)												
	HGC5 (+)			GC -> Desempenho	0,07***	0,00*	+	Aceita			X		
	HGC1 (+)			GC -> EC	0,06***	0,01***	+	Aceita			X		
	HEP2 (sig)			GC -> EP	-0,87***	1,39***	-	Aceita			X		
	HGC2(sig)												
	HGC8 (+)			GC -> VM	0,41***	0,09***	+	Aceita			X		
	HEP4 (+)			Intangibilidade -> EP	-0,04***	0,00**	-	Rejeita					
	HGC4 (+)			Intangibilidade -> GC	0,04***	0,00*	+	Aceita			X		
HEC23 (+)	HEC24 (-)	HEC25 (-)	HEC26 (-)	Liquidez -> EC	-0,41***	0,34***	-	Aceita			X	X	X
	HEP10 (-)			Payout -> EP	0,00 n/s	0,00 n/s	n/s						
	HEP11 (+)												
	HGC9 (+)			Payout -> GC	-0,04***	0,00 n/s	-	Rejeita					
	HEP13 (+)			PGG -> EP	0,02**	0,00 n/s	+	Aceita			X		
HEC7 (+)	HEC8 (+)	HEC9 (-)	HEC10 (+)	Rentabilidade -> EC	-0,15***	0,03***	-	Aceita				X	
	HEP5 (-)			Rentabilidade -> EP	-0,02**	0,00 n/s	-	Aceita			X		
	HGC5 (+)			Rentabilidade -> GC	-0,03**	0,00 n/s	-	Rejeita					
HEC19 (-)	HEC20 (+)	HEC21 (-)	HEC22 (-)	Risco -> EC	0,20***	0,06***	+	Aceita			X		
	HEP7 (+)			Risco -> EP	-0,06***	0,01***	-	Rejeita					
	HGC14 (-)			Risco -> GC	-0,04***	0,00*	-	Aceita			X		
HEC5 (-)		HEC6 (-)		Singularidade -> EC	-0,10***	0,02***	-	Aceita	X			X	
HEC15 (+)	HEC16 (+)	HEC17 (-)	HEC18 (-)	Tamanho -> EC	-0,38***	0,21***	-	Aceita				X	X
	HEP6(-)			Tamanho -> EP	0,09***	0,01***	+	Rejeita					
	HGC7 (+)			Tamanho -> GC	0,24***	0,06***	+	Aceita			X		
HEC1 (+)	HEC2 (+)	HEC3 (-)	HEC4 (+)	Tangibilidade -> EC	0,00 n/s	0,00 n/s	n/s						
	HEP3 (-)			Tangibilidade -> EP	-0,06***	0,01***	-	Aceita			X		
	HGC3 (-)			Tangibilidade -> GC	0,01 n/s	0,00 n/s	n/s						
				Tempo (Idade) -> EC	-0,11***	0,02***	-						
				Tempo (Idade) -> EP	0,14***	0,04***	+						
	HGC11 (+)			Tempo (Idade) -> GC	0,44***	0,25***	+	Aceita			X		

Notas: Resul. (Resultado Encontrado); *** Estatisticamente significativa ao nível de 0,001. H₆ e H₇ efeito indireto. *** p < 0,01, ** p < 0,05, * p < 0,10, n/s: não significativo. EC (Estrutura de Capital); GC (Governança Corporativa); EP (Estrutura de Propriedade); VM (Valor de Mercado); PGG (Possibilidade de gasto pelo Gestor); Ind. (Indeterminado); TA (Teoria da Agência), AI (Assimetria de Informação), ST (*Static Trade-off*), PO (*Pecking Order*); HME (Hipótese de Mercado Eficiente). Os valores de T são significativos > 1,96. Para o Tamanho de efeito f² valores 0,02 (efeitos pequenos), 0,15 (efeitos médios) e 0,35 (efeitos grandes). ¹A Hipótese de Mercado Eficiente foi disponibilizada junto as Hipóteses de Assimetria de Informação por entender que se em algum nível o mercado é eficiente isto interfere diretamente na Assimetria de Informação.

Fonte: Dados da pesquisa.

A Governança Corporativa ocupa papel central no modelo de análise integrado proposto, pois ela foi disposta de forma a influenciar diretamente a Estrutura de Capital e a Estrutura de Propriedade. Para isso utilizou-se do modelo de caminho, ligando todas as Determinantes diretamente nas suas respectivas temáticas, e posteriormente ligando a Governança Corporativa na Estrutura de Capital e na Estrutura de Propriedade e, todas as três temáticas ligadas diretamente no Valor de Mercado (FIGURA 36). Neste sentido, o efeito de caminho, leva em conta os efeitos diretos, indiretos e totais da Governança corporativa por meio da EP e EC até o valor de mercado. O objetivo dessa estrutura foi identificar se a Governança Corporativa pode influenciar o Valor de Mercado das empresas, ao estabelecer melhores práticas de Governança Corporativa capazes de amenizar os efeitos da separação, entre propriedade e controle na Estrutura de Capital e na Estrutura de Propriedade.

O resultado apresentado na Figura 36, demonstra que a Governança Corporativa impacta positivamente no Valor de Mercado, e apesar da Estrutura de Capital impactar de forma negativa no Valor de Mercado, esse é o sinal esperado (ver: *Pecking Order Theory*) da influência da Governança Corporativa na Estrutura de Capital para amenizar os efeitos da assimetria de informação no mercado.

Pode-se observar também, que a Governança Corporativa impacta de forma negativa na Estrutura de Propriedade, indicando que maiores níveis de Governança Corporativa devem se referir a menores percentuais de concentrações de propriedade. A influência da Governança Corporativa parece funcionar, pois a Estrutura de Propriedade passa e retornar um valor positivo com o Valor de mercado. A Governança Corporativa por sua vez, impacta de forma positiva no Valor de Mercado e no Desempenho, como era de se esperar, quando se projeta um círculo virtuoso de Governança Corporativa (ver: SILVEIRA, 2004, p. 67).

E por último, o impacto da Estrutura de Capital, da Governança Corporativa e da Estrutura de Propriedade no Desempenho e no Valor de Mercado, possibilita que o Desempenho, seja correlacionado com o Valor de Mercado indicando uma eficiência de mercado, ainda na forma semi-forte (ver: FAMA, 1970, 1991), o que representa, os esforços da Governança Corporativa para amenizar as imperfeições de mercado oriundas das separações entre propriedade e controle.

5 CONCLUSÃO

O trabalho teve como objetivo geral, desenvolver um modelo multiteórico de análise a partir das relações existentes entre Estrutura de Capital, Estrutura de Propriedade e Governança Corporativa, sob a ótica das imperfeições de mercado. Os resultados demonstraram que a proposta de se realizar um modelo multiteórico utilizando o PLS-SEM se mostrou adequada.

O modelo multiteórico possibilitou aplicar uma abordagem multiteórica de forma empírica, confrontando as três temáticas (Estrutura de Capital, Estrutura de Propriedade e Governança Corporativa) e suas respectivas teorias. Os resultados apontam que as boas práticas de Governança Corporativa são eficientes para amenizar os impactos gerados pela separação entre propriedade e controle, tanto na Estrutura de Capital como na Estrutura de Propriedade.

A Governança Corporativa mostrou-se influente de forma significativa sobre a Estrutura de Capital e a Estrutura de Propriedade, auxiliando assim, a redução das imperfeições de mercado testadas. Sendo assim, a Hipótese de Eficiência de Mercado foi aceita. O teste indicou uma eficiência semi-forte, mas o suficiente para indicar que a Governança Corporativa pode vir a reduzir a assimetria de informação e também o conflito de agência entre o acionista controlador e os minoritários.

As revisões bibliográficas realizadas para a Estrutura de Capital, a Estrutura de Propriedade e a Governança Corporativa se mostraram relevantes. Por meio delas, pode-se ver o volume de publicações nas bases *Scopus* e *WoS*, acompanhar a tendência das publicações de forma anual, compreender quais os principais periódicos de cada temática, verificar os países mais influentes no campo e ainda localizar os autores mais citados e também autores considerados seminais para cada temática.

Para os resultados das teorias sobre as Determinantes da Estrutura de Capital, a *Pecking Order Theory* também denominada como Teoria de Hierarquia das Escolhas, foi a que mais se adaptou a amostra em estudo. Ainda, pode-se verificar os efeitos indiretos das Determinantes da Estrutura de Capital, sobre o Valor de mercado, sendo mediados pela própria Estrutura de Capital. Neste trabalho, ainda se verificou que o construto Efeitos Fiscais (*Nível de Tax Shields*) foi o indicador com maior desempenho/influência no Valor de Mercado das empresas.

Na avaliação dos determinantes da Estrutura de Propriedade, verificou-se que a maioria das hipóteses testadas foi aceita. Os efeitos indiretos revelaram que a Estrutura de

Propriedade e a Estrutura de Capital tem sinais (efeitos indiretos) opostos ao da Governança Corporativa para a mediação com o valor de mercado. Isto se deve ao fato da Governança Corporativa buscar corrigir imperfeições, que em sua maioria, tem origem nestes dois tipos de estrutura, tais como: assimetria de informação, conflitos de agência, custos de falência.

Para se aprofundar na questão da Estrutura de Propriedade, optou-se por gerar um modelo de análise de forma mais específica para a ‘concentração da propriedade’ e a ‘identidade do acionista majoritário’, em relação a Governança Corporativa e o Valor de Mercado. Na concentração da propriedade pode-se confirmar o efeito entrincheiramento. Para a identidade do acionista majoritário, constatou-se que empresas familiares apresentam os menores níveis para Governança Corporativa e Valor de Mercado.

As Determinantes da Governança Corporativa foram testadas tanto para os efeitos diretos, quanto para os efeitos indiretos. A grande maioria das hipóteses foram aceitas, e também se verificou uma oposição dos sinais encontrados para a Estrutura de Propriedade e a Estrutura de Capital quando comparadas a Governança Corporativa, para a mediação com o valor de mercado.

Como contribuição acadêmica, esta pesquisa amplia o conhecimento e fomenta a discussão teórica e empírica a respeito da Estrutura de Capital, Estrutura de Propriedade e Governança Corporativa, ao apresentar possibilidades de análises integradas. Também apresenta novas relações teóricas que podem direcionar novos caminhos a serem seguidos por pesquisadores.

Enquanto contribuição gerencial, os achados podem ser utilizados por gestores para analisar os níveis de concentração de propriedade e os níveis de endividamento das empresas em que atuam. Os gestores ainda podem verificar se existem elevados níveis e qual o impacto dos mesmos no valor de mercado da empresa. Espera-se que os achados contribuam para as componentes de competitividade das empresas em nível microeconômico, possibilitando benefícios para empresas ajustarem suas posições de endividamento – alteração dos níveis do risco de crédito – ao lidarem com condições macroeconômicas diversas em mercados imperfeitos.

Como sugestões de estudos futuros, recomenda-se testar o efeito quadrático entre o indicador de endividamento e a concentração de propriedade e controle, buscando verificar se à medida que a concentração aumenta o endividamento se comporta de forma quadrática. Recomenda-se ainda, que sejam testados os efeitos diretos, indiretos e totais, para outras teorias de finanças, buscando expandir as análises e as interpretações empíricas destas relações para as variáveis utilizadas dentro do campo. Como limitação, observa-se que o

estudo aborda apenas o mercado brasileiro, e que uma comparação entre mercados que possuem padrões distintos como o nipo-germânico e o modelo anglo-saxônico, podem trazer conclusões mais abrangentes.

Por fim, é preciso considerar que não se pode existir um trabalho de finanças sem uma teoria que sustente as relações estudadas e, apesar do estudo não propor nenhuma nova teoria ele aponta caminhos para uma forma de se integrar diversas teorias em um modelo multiteórico por meio de uma análise empírica, o que possibilita gerar e analisar resultados de forma mais abrangentes para o campo de finanças.

REFERÊNCIAS

- ABIDIN, S.; REDDY, K.; CHEN, L. Determinants of ownership structure and performance of seasoned equity offerings: Evidence from Chinese stock markets. **International Journal of Managerial Finance**, v. 8, n. 4, p. 304-331, 2012.
- AFRASIABISHANI, J.; AHMADINIA, H.; HESAMI, E. A Comprehensive Review on Capital Structure Theories. **School of Doctoral Studies European Union Journal**, v. 1, n. 4, p. 35-45, 2012.
- AGGARWAL, R.; KYAW, N. A. Capital structure, dividend policy, and multinationality: Theory versus empirical evidence. **International Review of Financial Analysis**, v. 19, n. 2, p. 140-150, 2010.
- AHMAD, F. et al. Extension of determinants of capital structure: Evidence from Pakistani non-financial firms. **African Journal of Business Management**, v. 5, n. 28, p. 11375-11385, 2011.
- ALBANEZ, T. **Efeitos do market timing sobre a estrutura de capital de companhias abertas brasileiras**. 2012. 251 p. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.
- ALBANEZ, T.; VALLE, M. R. Impactos da assimetria de informação na estrutura de capital de empresas brasileiras abertas. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 51, p. 6-27, 2009.
- ALBANEZ, T.; VALLE, M. R.; CORRAR, L. J. Fatores institucionais e assimetria informacional: influência na estrutura de capital de empresas brasileiras. **RAM. Revista de Administração Mackenzie**, v. 13, n. 2, 2012.
- ALMEIDA, M. A. **Estrutura de capital e divulgação voluntária de informações de responsabilidade social corporativa das empresas brasileiras**. 2014. 129 p. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade Federal de Pernambuco, Recife, 2014.
- ALMEIDA, M. A.; SANTOS, J. F.; FERREIRA, L. F. V. M.; TORRES, F. J. V. Evolução da Qualidade das Práticas de Governança Corporativa: um Estudo das Empresas Brasileiras de Capital Aberto Não Listadas em Bolsa. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 14, n. 5, p. 907-924, 2010.
- ALMEIDA, M. O papel dos tributos no desenvolvimento econômico brasileiro. **Cadernos FGV Projetos**, v. 13, n. 34, p. 34-45, 2018. Disponível em: <https://fgvprojetos.fgv.br/sites/fgvprojetos.fgv.br/files/cadernos_tributacao-final.pdf>. Acesso em: 15 de maio de 2019.
- ANDRADE, L. P. **Estratégias de alavancagem do poder de voto e o valor das empresas brasileiras de capital aberto**. 2015. 260 p. Tese (Doutorado e Administração) – Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2015.

ANDRADE, L. P.; BRESSAN, A. A.; IQUIAPAZA, R. A. Dual class shares, board of directors' effectiveness and firm's market value: an empirical study. **Journal of Management & Governance**, v. 21, n. 4, p. 1053-1092, 2017.

ANDRADE, L. P.; BRESSAN, A. A.; IQUIAPAZA, R. A.; MENDES-DA-SILVA, W. Reasons for and implications of the presence of institutional investors in the ownership structure of Brazilian companies. **Corporate Ownership & Control**, v. 13, n. 4, p. 598-608, 2016.

ANDRADE, M. M. **Introdução à Metodologia do Trabalho Científico**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

ANTONIALLI, F. **Business platforms for automated driving systems: a product-service system approach for mobility as a service**. 2018. 198 p. Tese (Doutorado e Administração) – Universidade Federal de Lavras, Lavras, 2018.

ARDALAN, K. On the Role of Paradigms in the Field of Finance. **Academy of Accounting and Financial Studies Journal**, v. 5, n. 1, p. 1-28, 2001.

ARDALAN, K. On the theory and practice of finance. **International Journal of Social Economics**, v. 31, n. 7, p. 684-705, 2004.

ARIFF, A. M.; IBRAHIM, M. K.; OTHMAN, R. Determinants of firm level governance: Malaysian evidence. **Corporate Governance: The international journal of business in society**, v. 7, n. 5, p. 562-573, 2007.

ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2012.

AVELAR, E. A.; CAVALCANTI, J. M. M.; PEREIRA, H. R.; BOINA, T. M. Determinantes da Estrutura de Capital: Um Estudo sobre Empresas Mineiras de Capital Fechado. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, v. 5, n. 2, p. 23-39, 2017.

BACHELIER, L. Théorie de la speculation. **Annales scientifiques de l'École Normale Supérieure**, v. 3, n. 17, p. 21-86, 1900.

BAKER, M.; WUGLER, J. Market timing and capital structure. **Journal of Finance**, v. 57, n. 1, p. 1-32, 2002.

BARUCCI, E.; FALINI, J. Determinants of corporate governance in the Italian financial market. **Economic Notes**, v. 34, n. 3, p. 371-405, 2005.

BASTOS, D. D.; NAKAMURA, W. T. Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período 2001-2006. **Revista Contabilidade & Finanças-USP**, v. 20, n. 50, p. 75-94, 2009.

BECHT, M. Strong blockholders, weak owners and the need for European mandatory disclosure. **European Corporate Governance Network - Executive Report**, 1997.

Disponível em:

<https://www.researchgate.net/profile/Marco_Becht/publication/237648777_Strong_Blockhol

ders_Weak_Owners_and_the_Need_for_European_Mandatory_Disclosure/links/566074b608ae4931cd597bc2/Strong-Blockholders-Weak-Owners-and-the-Need-for-European-Mandatory-Disclosure.pdf>. Acesso em: 15 de maio de 2019.

BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **A moderna Sociedade Anônima e a propriedade Privada**. São Paulo: Abril Cultural, 1987.

BERTASSI, A. L. **Controladoria estratégica governamental aplicada ao poder executivo: uma contribuição teórica**. 2016. 232 p. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade Metodista de Piracicaba, São Paulo, 2016.

BETTNER, M.; ROBINSON, C.; MCGOUN, E. The case for qualitative research in finance. **International review of financial analysis**, v. 3, n. 1, p. 1-18. 1994.

BHAGAT, S.; BOLTON, B. Corporate governance and firm performance. **Journal of Corporate Finance**, v. 14, n. 3, p. 257-273, 2008.

BHARATH, S. T.; PASQUARIELLO, P.; WU, G. Does asymmetric information drive capital structure decisions. **Review of Financial Studies**, v. 22, n. 8, p. 3211-3243, 2009.

BIDO, D. S.; SILVA, D. SmartPLS 3: especificação, estimação, avaliação e relato. **Administração: Ensino e Pesquisa**, v. 20, n. 2, p. 1-31, 2019.

BISPO, O. N. A. **Efeito do gerenciamento de resultados e do excesso de confiança no desempenho econômico das adquirentes em fusões e aquisições**. 2019. 180 p. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade Federal de Lavras, Minas Gerais, 2019.

BITTENCOURT, W. R.; ALBUQUERQUE, P. H. M. Estrutura de capital: uma revisão bibliográfica das publicações dos periódicos nacionais. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 15, n. 34, p. 94-114, 2018.

BÖRSCH-SUPAN, A.; KÖKE, J. An applied econometricians' view of empirical corporate governance studies. **German Economic Review**, v. 3, n. 3, p. 295-323, 2002.

BRADLEY, M.; JARRELL, G. A.; KIM, E. H. On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence. **The journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 857-878, 1984.

BUCK, T.; FILATOTCHEV, I.; DEMINA, N.; WRIGHT, M. Insider ownership, human resource strategies and performance in a transition economy. **Journal of International Business Studies**, v. 34, n. 6, p. 530-549, 2003.

BUFERNA, F. M.; BANGASSA, K.; HODGKINSON, L. Determinants of capital structure: evidence from Libya. **Research Paper Series**, v. 8, p. 1-31, 2005.

BUFREM, L.; PRATES, Y. O saber científico registrado e as práticas de mensuração da informação. **Ciência da Informação**, v. 34, n. 2, p. 9-25, 2005.

BURRELL, G.; MORGAN, G. **Sociological paradigms and organizational analysis**. London: Heinemann. 1979.

CAIXE, D. F. **Relação dinâmica entre a estrutura de propriedade e controle e o valor de mercado corporativo no Brasil: análise da primeira década do século XXI.** 2012. 138 p. Dissertação (Mestrado em Ciências) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.

CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. A influência da estrutura de propriedade e controle sobre o valor de mercado corporativo no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 24, n. 62, p. 142-153, 2013.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro pós-Plano Real: um estudo de eventos dos anúncios de fusões e aquisições. **Revista de Administração-RAUSP**, v. 41, n. 1, p. 43-58, 2006.

CAMPOS, T. L. C. Estrutura da propriedade e desempenho econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil. **Revista de Administração - RAUSP**, v. 41, n. 4, p. 369-380, 2006.

CANONGIA, D. S. **Como as empresas brasileiras de capital aberto escolhem sua estrutura de capital?** 2014. 183 p. Dissertação (Mestrado e Economia) – Universidade Federal de Juiz de Fora, Juiz de Fora, 2014.

CANONGIA, D. S.; PEROBELLI, F. F. C. O que sabemos – e o que ainda não – sobre determinantes do endividamento das empresas: uma proposta empírica. **Textos para Discussão, Programa de Pós-Graduação em Economia Aplicada**, FE/UFJF, p. 1-56. 2014. Disponível em: <<http://www.ufjf.br/poseconomia/files/2014/03/TD-001-2014-Diogo-Senna.pdf>>. Acesso em: 15 de maio de 2019.

CARVALHO, F. D. O. **Corporate Governance nas empresas cotadas na bolsa: uma comparação entre Portugal e Brasil.** 2019. 67 p. Dissertação (Mestrado em Contabilidade e Administração) – Instituto Politécnico do Porto, Porto, 2019.

CARVALHO, F. M. et al. Tangibilidade e intangibilidade na determinação do desempenho persistente de firmas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 14, n. 5, p. 871-889, 2010.

CAVALCANTI, J. M. M. et al. Relevância das características dos CEO's na estrutura de capital de empresas listadas no IBrX-100 da BM&FBOVESPA. **Revista PRETEXTO**, v. 19, n. 1, p. 25-42, 2018.

CHANG, C.; LEE, A. C.; LEE, C. F. Determinants of capital structure choice: A structural equation modeling approach. **The quarterly review of economics and finance**, v. 49, n. 2, p. 197-213, 2009.

CHEN, C. CiteSpace II: Detecting and visualizing emerging trends and transient patterns in scientific literature. **JASIST**, v. 57, n. 3, p. 359-377. 2006.

CHEN, C. Searching for intellectual turning points: Progressive knowledge domain visualization. **PNAS**, v. 101, p. 5303-5310. 2004.

CHEN, L. J.; CHEN, S. Y. The influence of profitability on firm value with capital structure as the mediator and firm size and industry as moderators. **Investment Management and Financial Innovations**, v. 8, n. 3, p. 121-129, 2011.

CHIN, W. W. The partial least squares approach to structural equation modeling. In: G. A. MARCOULIDES (Ed.), **Modern Methods for Business Research** (pp. 295–358). Mahwah, NJ: Lawrence Erlbaum Associates. 1998. Disponível em: <https://www.researchgate.net/profile/Wynne_Chin/publication/311766005_The_Partial_Least_Squares_Approach_to_Structural_Equation_Modeling/links/0deec533e0f7c00f59000000/The-Partial-Least-Squares-Approach-to-Structural-Equation-Modeling.pdf>. Acesso em: 15 de maio de 2019.

CHIN, W. W. The partial least squares approach to structural equation modeling. **Modern Methods for Business Research**, v. 295, n. 2, p. 295-336, 1998.

CHIN, W. W.; MARCOLIN, B. L.; NEWSTED, P. R. A partial least squares latent variable modeling approach for measuring interaction effects: Results from a Monte Carlo simulation study and an electronic-mail emotion/adoption study. **Information systems research**, v. 14, n. 2, p. 189-217, 2003.

CHUNG, K.; PRUITT, S. A simple approximation of Tobin's Q. **Financial Management**, v. 23, n. 3, p. 70-74, 1994.

CINTRA, N. B. et al. Estudo comparativo da estrutura de capital e das características de financiamento das empresas do setor químico brasileiro. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 31, n. 2, p. 75-88, 2012.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J. P. H.; LANG, L. H. P. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 6, p. 2741-2771, 2002.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; LANG, L. H. P. The separation of ownership and control in East Asian Corporations. **Journal of Financial Economics**, v. 58, n. 1-2, p. 81-112, 2000.

CLAESSENS, S.; FAN, J. P. H. Corporate governance in Asia: A survey. **International Review of finance**, v. 3, n. 2, p. 71-103, 2002.

CNM - Confederação Nacional de Municípios. Estudo sobre a não tributação de lucros e dividendos no Brasil. **Estudos Técnicos CNM**, v. 8, p. 123-113, 2016. Disponível em: <<https://www.cnm.org.br/cms/biblioteca/Estudo%20sobre%20a%20n%C3%A3o%20tributa%C3%A7%C3%A3o.pdf>>. Acesso em: 15 de maio de 2019.

COHEN, J. **Statistical Power Analysis for the Behavioral Sciences**. 2. ed. New York: Psychology Press, 1988.

COLE, R. A. What Do We Know about the Capital Structure of Privately Held US Firms? Evidence from the Surveys of Small Business Finance. **Financial Management**, v. 42, n. 4, p. 777-813, 2013.

COLMAN, D. L. **Testes empíricos das teorias de pecking order e trade off estático em companhias fechadas brasileiras**. 2014. 60 p. Dissertação (Mestrado em Economia) – Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo. 2014.

COPELAND, T. E.; WESTON, J. F. **Financial theory and corporate policy**. 3. ed. Reading Massachusetts: Addison-Wesley, 1988.

CORRÊA, E. D. L.; SILVA, W. A. C.; PINHEIRO, J. L.; MELO, A. A. O. Estrutura de propriedade e criação de valor em companhias brasileiras. **Tourism & Management Studies**, v. 11, n. 2, p. 130-137, 2015.

CORREIA, T. S.; MARTINS, O. S. Estrutura de propriedade e controle e assimetria de informação no mercado acionário brasileiro. **Revista Ambiente Contábil**, v. 7, n. 2, p. 270-288, 2015.

COSTA, D. R. M.; CHADDAD, F.; AZEVEDO, P. F. The Determinants of Ownership Structure: Evidence from Brazilian Agricultural Cooperatives. **Agribusiness**, v. 29, n. 1, p. 62-79, 2013.

CRONQVIST, H.; NILSSON, M. Agency costs of controlling minority shareholders. **Journal of Financial and Quantitative analysis**, v. 38, n. 4, p. 695-719, 2003.

CROTTY, M. **The foundations of social research: meaning and perspective in the research process**. London: Sage, 1998.

CRUZ, A. P. C. D.; CHEROBIM, A. P. M. S.; ESPEJO, M. M. D. S. B. Subvalorização acionária em crises financeiras sob a ótica de teorias de estrutura de capital: um estudo junto às maiores empresas Brasileiras. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 14, n. 2, p. 18-32, 2011.

CRUZ, A. P. C. et al. Alavancagem financeira e rentabilidade: uma discussão sobre o comportamento de empresas do Sul do Brasil à luz das teorias financeiras. In: 18º Congresso Brasileiro De Contabilidade, 2008, Gramado-RS, **Anais...** Gramado: CBC, 2008.

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

CVM. **Tabela de domínios**. 2019. Disponível em: <<http://sistemas.cvm.gov.br/port/ciasabertas/Grupos%20e%20quadros.xls>>. Acesso em: 15 de maio de 2019.

DAILY, C. M.; DALTON, D. R.; CANNELLA, A. A. Corporate governance: Decades of dialogue and data. **Academy of Management Review**, v. 28, n. 3, p. 371-382, 2003.

DAMI, A. B. T.; ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. S. Estrutura de Propriedade no Brasil: evidências empíricas no grau de concentração acionária. **Contextus - Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, v. 5, n. 2, p. 21-30, 2007.

- DANI, A. C.; PAMPLONA, E.; CUNHA, P. R. Influência da Estrutura de Auditoria, Conselho de Administração e Qualidade da Informação Contábil no Índice Market to Book Value de Empresas Brasileiras Listadas na B3. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, v. 7, n. 2, p. 61-78, 2019.
- DASGUPTA, S.; SHIN, J. Information sharing, information free-riding and capital structure in oligopolies. **International Journal of Industrial Organization**, v. 17, n. 1, p. 109-135, 1999.
- DeANGELO, H.; MASULIS, R. Optimal capital structure under corporate and personal taxation. **Journal of Financial Economics**, v. 8, n. 1, p. 3-29, 1980.
- DEESOMSAK, R.; PAUDYAL, K.; PESCIOTTO, G. The determinants of capital structure: Evidence from the Asia Pacific region. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 14, n. 4-5, p. 387-405, 2004.
- DEMÉTRIO, C. G. B.; ZOCCHI, S. S. **Modelos de regressão**. São Paulo: ESALQ-USP, 2008.
- DEMSETZ, H.; LEHN, K. The structure of corporate ownership: Causes and consequences. **Journal of political economy**, v. 93, n. 6, p. 1155-1177, 1985.
- DHILLON, A.; ROSSETTO, S. Ownership Structure, Voting, and Risk. **Review of Financial Studies**, v. 28, n. 2, p. 521-560, 2015.
- DONALDSON, G. **Corporate debt capacity**: a study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity. Boston: Harvard Business School, 1961.
- DURAND, D. Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. In: **Conference on research in business finance**. NBER, p. 215-262, 1952.
- DURAND, D. The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment: Comment. **American Economic Review**, v. 49, n. 4, p. 639-655, 1959.
- FAMA, E. F. Efficient capital markets II. **Journal of Finance**, v. 46, n. 5, p. 1575-1618, 1991.
- FAMA, E. F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970.
- FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. **Review of financial studies**, v. 15, n. 1, p. 1-33, 2002.
- FAUVER, L.; MCDONALD, M. B. Culture, agency costs, and governance: International evidence on capital structure. **Pacific Basin Finance Journal**, v. 34, p. 1-23, 2015.
- FÁVERO, L. P. **Manual de análise de dados**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2017.

FENG, X. N. et al. Bayesian regularized quantile structural equation models. **Journal of Multivariate Analysis**, v. 154, p. 234-248, 2017.

FILSER, L. D.; SILVA, F. F.; OLIVEIRA, O. J. State of research and future research tendencies in lean healthcare: a bibliometric analysis. **Scientometrics**, v. 112, n. 2, p. 799-816, 2017.

FLANNERY, M. J.; RANGAN, K. P. Partial adjustment toward target capital structures. **Journal of financial economics**, v. 79, n. 3, p. 469-506, 2006.

FORNELL, C.; LARCKER, D.F. Evaluating structural equation models with unobservable variables and measurement error. **Journal of Marketing Research**, v. 18, n. 1, p. 39-50, 1981.

FORTE, D. **Estudo sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras no período pós-Plano Real (1995-2005)**. 2007. 202 p. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2007.

FORTI, C. A. B.; PEIXOTO, F. M.; DE PAULO SANTIAGO, W. Hipótese da eficiência de mercado: um estudo exploratório no mercado de capitais brasileiro. **Gestão & Regionalidade (Online)**, v. 25, n. 75, p. 45-56, 2009.

FRANK, M. Z.; GOYAL, V. K. Capital structure decisions: which factors are reliably important? **Financial management**, v. 38, n. 1, p. 1-37, 2009.

FRANK, M. Z.; GOYAL, V. K. Testing the pecking order theory of capital structure. **Journal of financial economics**, v. 67, n. 2, p. 217-248, 2003.

FRANKS, J.; MAYER, E. C. Hostile Takeovers and the Correction of Managerial Failure. **Journal of Financial Economics**, v. 40, n. 1, p. 163-181, 1996.

FREIRE, A. P. F.; LEITE FILHO, P. A. M. A informação contábil e a hipótese do mercado eficiente: um estudo empírico utilizando o setor de petróleo, gás e biocombustível do Brasil no período 2006-2009. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 1, p. 1-20, 2012.

FREIRE, M. D. M.; MACHADO, M. R. R.; MACHADO, L. S.; SOUZA, E. S.; OLIVEIRA, J. J. Aderência às normas internacionais de contabilidade pelas empresas brasileiras. **Revista de contabilidade e organizações**, v. 6, n. 15, p. 4-22, 2012.

GABRIELLI, M. F. **Emissão de dívida corporativa no exterior: um experimento quase-natural no Brasil**. 2018. 178 p. Tese (Doutorado em Administração de Empresas) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2018.

GANGULI, S. K. Capital structure—does ownership structure matter? Theory and Indian evidence. **Studies in Economics and Finance**, v. 30, n. 1, p. 56-72, 2013.

GELMAN, M.; CASTRO, L. R. K.; SEIDLER, V. Efeitos da vinculação de conselheiros ao acordo de acionistas no valor da firma. **Revista de Administração de Empresas**, v. 55, n. 3, p. 345-358, 2015.

GERUM, E.; MÖLLS, S. H.; SHEN, C. Corporate governance, capital market orientation and firm performance: empirical evidence for large publicly traded German corporations. **Journal of Business Economics**, v. 88, n. 2, p. 203-252, 2018.

GOMES, G. L.; LEAL, R. P. C. Determinantes da Estrutura de Capital das Empresas Brasileiras com Ações Negociadas em Bolsas de Valores. In: LEAL, R. P. C.; COSTA Jr., N. C. A.; LEMGRUBER, E. F. **Finanças Corporativas**, São Paulo: Atlas, 2001.

GÖTZ, O.; LIEHR-GOBBER, K.; KRAFFT, M. Evaluation of structural equation models using the partial least squares (PLS) approach. In: **Handbook of partial least squares** (pp. 691-711). Berlin Heidelberg: Springer, 2010.

GRZEBIELUCKASA, C. et al. A estrutura de capital e a performance das firmas: uma análise empírica em companhias abertas no Brasil. **Revista Brasileira de Estratégia**, v. 1, n. 1, p. 73-88, 2008.

GUEDES NETO, M.; AVRICHIR, I.; SILVA, D.; FIGUEIREDO, C. C. Adaptação e validação de instrumento de medida de competências interculturais para estudantes universitários Brasileiros. **REGE-Revista de Gestão**, v. 23, n. 1, p. 20-30, 2016.

GUGLER, K.; MUELLER, D. C.; YURTOGLU, B. B. The impact of corporate governance on investment returns in developed and developing countries. **Economic Journal**, v. 113, n. 491, p. 511-539, 2003.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria Básica**. 5. ed. Porto Alegre: McGraw Hill, 2011.

HAIR, J. F. et al. **A Primer on Partial Least Squares Structural Equation Modeling (PLS-SEM)**. Los Angeles: SAGE, 2013.

HAIR, J. F. et al. **A Primer on Partial Least Squares Structural Equation Modeling (PLS-SEM)**. 2. ed. Los Angeles: SAGE, 2016.

HAIR, J. F.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L.; BLACK, W. C. **Análise multivariada de dados**. 6. ed. Porto Alegre: Bookman, 2009.

HAIR, J. F.; RINGLE, C. M.; SARSTEDT, M. PLS-SEM: Indeed a silver bullet. **The Journal of Marketing Theory and Practice**, v. 19, n. 2, p. 139-152, 2011.

HAIR, J. F.; RISHER, J. J.; SARSTEDT, M.; RINGLE, C. M. When to use and how to report the results of PLS-SEM. *European Business Review*, v. 31, n. 1, p. 2-24, 2019.

HAIR, J.F.; HULT, T.M.; RINGLE, C. M. E.; SARSTEDT, M. **A Primer on Partial Least Squares Structural Equation Modeling (PLS-SEM)**. Los Angeles: SAGE, 2014.

HAPSORO, D.; FADHILLA, A. F. Relationship analysis of corporate governance, corporate social responsibility disclosure and economic consequences: empirical study of Indonesia capital market. **South East Asian Journal of Management**, v. 11, n. 2, p. 164-182, 2017.

HARASIM, L. Educação online e as implicações da inteligência artificial. **Revista da FAEEBA-Educação e Contemporaneidade**, v. 24, n. 44, p. 25-39, 2015.

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

HASTINGS JUNIOR, C. et al. Low moments for small samples: a comparative study of order statistics. **The Annals of Mathematical Statistics**, v. 18, p. 413-426, 1947.

HAUGEN, R. A. **Modern Investment Theory**. Upper Saddle River, New Jersey: Prentice Hall, 1997.

HENSELER, J.; RINGLE, C. M.; SINKOVICS, R. R. The use of partial least squares path modeling in international marketing. **Advances in International Marketing**, v. 20, p. 277-319, 2009.

HERLING, L. H.; MORITZ, G. D. O.; COSTA, A. M.; MORITZ, M. O. Finanças corporativas: sua organização e base epistemológica. **Revista de Ciências da Administração**, v. 16, n. 39, p. 179-193, 2014.

HIGGINS, C. R. **Análise para Administração Financeira**. 10. ed. Porto Alegre: McGraw-Hill, 2014.

HIMMELBERG, C. P.; HUBBARD, R. G.; PALIA, D. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. **Journal of financial economics**, v. 53, n. 3, p. 353-384, 1999.

HU, H. W.; TAM, O. K.; TAN, M. G. S. Internal governance mechanisms and firm performance in China. **Asia Pacific Journal of Management**, v. 27, n. 4, p. 727-749, 2010.

HUNGARATO, A. **Value-relevance dos gastos em P&D para os preços das ações das empresas da Bovespa**. 2008. 63 p. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória, 2008.

HUNGARATO, A.; SANCHES, M. A Relevância dos Gastos em P&D para o Preço das Ações de Empresas Listadas na Bovespa. In: Simpósio FUCAPE de produção científica, 4, 2006, Vitória. **Anais...** Vitória: FUCAPE, 2006.

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

ISLAM, S. Z.; KHANDAKER, S. Firm leverage decisions: Does industry matter? **North American Journal of Economics & Finance**, v. 31, p. 94-107, 2015.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of financial economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JIANG, W.; ZHANG, X. M. Effects of Corporate Governance on Accounting Education and Enterprise Value in High-Tech Industry. **Eurasia Journal of Mathematics Science and Technology Education**, v. 14, n. 3, p. 915-922, 2018.

JONG, A.; KABIR, R.; NGUYEN, T. T. Capital structure around the world: the role of firm- and country-specific determinants. **Journal of Banking & Finance**, v. 32, n. 9, p. 1954-1969, 2008.

KAKABADSE, Andrew; KORAC-KAKABADSE, Nada. Corporate governance in South Africa: evaluation of the King II report (draft). **Journal of Change Management**, v. 2, n. 4, p. 305-316, 2001.

KAYO, E. K. **A estrutura de capital e o risco das empresas tangível e intangível-intensivas**: uma contribuição ao estudo da valoração de empresas. 2002. 110 p. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

KAYO, E. K.; FAMÁ, R. A estrutura de capital e o risco das empresas tangível-intensivas e intangível-intensivas. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 39, n. 2, p. 164–176, 2004.

KAYO, E. K.; FAMÁ, R. Teoria de agência e crescimento: evidências empíricas dos efeitos positivos e negativos do endividamento. **Caderno de pesquisas em administração**, v. 2, n. 5, p. 1-8, 1997.

KAYO, E.K.; KIMURA, H. Hierarchical Determinants of Capital Structure. **Journal of Banking & Finance**, v. 35, p. 358-371, 2011.

KLAPPER, L. F.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **Journal of Corporate Finance**, v. 10, n. 5, p. 703-728, 2004.

KREUZBERG, F.; VICENTE, E. F. R. Para Onde Estamos Caminhando? Uma Análise das Pesquisas em Governança Corporativa. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 23, n. 1, p. 43-66, 2018.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. **The journal of finance**, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Law and finance. **Journal of political economy**, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.

LANZARIN, J. **Influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no custo de financiamento da dívida de companhias abertas**. 2017. 92 p. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis e Administração) – Universidade Comunitária da Região de Chapecó, Chapecó, 2017.

LEAL, M.; CAMURI, W. Governança Corporativa e os Modelos Mundialmente Praticados. **Revista de Ciências Gerenciais**, v. 7, n. 15, p. 59-74, 2008.

- LEÃO, A. S. B. **Determinantes da governança corporativa no Brasil**. 2010. 80 p. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia e Finanças, Ibmec, Programa de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração e Economia, Rio de Janeiro, 2010.
- LEE, C.-F.; TAI, T. Determination of Capital Structure: A LISREL Model Approach. In: (Ed.). **Handbook of Financial Econometrics and Statistics**. New York: Springer, p.1669-1683, 2015.
- LELAND, H.; PYLE, D. Information assymetries, financial structure and financial intermediation. **Journal of Finance**, v. 32, n.2, p. 371-387, 1977.
- LIMA, G. A. S. F. Nível de evidenciação x custo da dívida das empresas brasileiras. **Revista Contabilidade & Finanças-USP**, v. 20, n. 49, p. 95-108, 2009.
- LIMA, G. A. S. F.; YAMAMOTO, M. M.; LIMA, I. S.; MALACRIDA, M.J.C. Um estudo da eficiência informacional do mercado acionário brasileiro. **RIC - Revista de Informação Contábil**, v. 2, n. 1, p. 1-18, 2008.
- LIN, Yi-M. et al. Board composition, corporate ownership and market performance: evidence from Taiwan. **Applied Financial Economics**, v. 22, n. 14, p. 1193-1206, 2012.
- LINS, K. V. Equity ownership and firm value in emerging market. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 38, n. 1, p. 159-184, 2003.
- LIU, W. et al. Profile of developments in biomass-based bioenergy research: a 20-year perspective. **Scientometrics**, v. 99, n. 2, p. 507-521, 2014.
- LOGAN, M. **Biostatistical design and analysis using R: a practical guide**. Chichester: J. Wiley, 2011.
- LOPES, A. B. **A informação contábil e o mercado de capitais**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.
- LOPES, I. F.; MEURER, A. M.; VOESE, S. B. Efeito das crenças de autoeficácia no comportamento cidadão e contraproducente dos acadêmicos de contabilidade. **Advances in Scientific & Applied Accounting**, v. 11, n. 3, p. 517-531, 2018.
- MA, L.; MA, S.; TIAN, G. Corporate opacity and cost of debt for family firms. **European Accounting Review**, v. 26, n. 1, p. 27-59, 2017.
- MACIAS-CHAPULA, C. A. O papel da informetria e da cienciometria e sua perspectiva nacional e internacional. **Ciência da informação**, v. 27, n. 2, p. 134-140, 1998.
- MADDALA, G. S.; NIMALENDRAN, M. An unobserved component panel data model to study the effect of earnings surprises on stock prices, trading volumes, and spreads. **Journal of Econometrics**, v. 68, n. 1, p. 229-242, 1995.

MAHMOOD, Z.; KOUSER, R.; ALI, W.; AHMAD, Z.; SALMAN, T. Does Corporate Governance Affect Sustainability Disclosure? A Mixed Methods Study. **Sustainability**, v. 10, n. 1, p. 1-20, 2018.

MALHOTRA, N. **Pesquisa de marketing**: uma orientação aplicada. 6. ed. Porto Alegre: Bookman, 2012.

MAMEDE, S. D. P. N.; NAKAMURA, W. T.; NAKAMURA, E. A. M. V.; JONES, G. D. C.; JARDIM, J. R. D. P. S. Empresas brasileiras estatais e não estatais: uma análise das relações de endividamento. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, v. 5, n. 2, p. 4-22, 2017.

MANGAFIĆ, J.; MARTINOVIĆ, D. The firm-specific determinants of the target capital structure: Evidence from Bosnia and Herzegovina panel data. **Mediterranean Journal of Social Sciences**, v. 6, n. 2, p. 188-198, 2015.

MANGENA, M.; TAURINGANA, V. Corporate compliance with non-mandatory statements of best practice: the case of the ASB statement on interim reports. **European Accounting Review**, v. 16, n. 2, p. 399-427, 2007.

MAPURUNGA, P. V. R.; PONTE, V. M. R.; OLIVEIRA, M. C. Determinantes das Práticas de Governança Corporativa: Um Estudo nas Empresas Registradas na CVM. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 8, n. 3, p. 374-395, 2015.

MAQUIEIRA, V, C.; OLAVARRIETA S, S.; ZUTTA G, P. Determinants of the structure of financing - Empirical evidence for Chile. **Trimestre Econômico**, v. 74, n. 293, p. 161-193, 2007.

MARCONI, M. A.; LAKATOS, E. M. **Fundamentos de metodologia científica**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2005.

MARÔCO, J. **Análise de equações estruturais**: Fundamentos teóricos, software & aplicações. 2. ed. Pêro Pinheiro: ReportNumber, 2014.

MARTINS, A. I.; FAMÁ, R. O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos? **RAE-Revista de Administração de Empresas**, v. 52, n. 1, p. 24-39, 2012.

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

MARTINS, G. A.; THEÓPHILO, C. R. **Metodologia da Investigação Científica para Ciências Sociais Aplicadas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2016.

MATTHEWS, E. **Mente**: conceitos-chave em filosofia. Porto Alegre: Artmed Editora, 2016.

MEDEIROS, O. R.; DAHER, C. Testando teorias alternativas sobre a estrutura de capital nas empresas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 12, n. 1, p. 177-199, 2008.

- MISHRA, R. K.; KAPIL, S. Study on theories and mechanisms of corporate governance. **International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation**, v. 13, n. 1, p. 1-41, 2017.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. **The American economic review**, p. 433-443, 1963.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment: Reply. **The American Economic Review**, p. 655-669, 1959.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **The American economic review**, p. 261-297, 1958.
- MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. **Journal of financial economics**, v. 20, p. 293-315, 1988.
- MOURA, F. R.; SANTOS, A. S.; FARIAS, T. A. Testes e evidências empíricas da hipótese de eficiência informacional no mercado acionário Brasileiro no período de 1997-2009. **Registro Contábil**, v. 2, n. 2, p. 67-107, 2012.
- MYERS, S. C. Capital structure. **Journal of Economic Perspectives**, v. 15, n. 2, p. 81-102, 2001.
- MYERS, S. C. Determinants of corporate borrowing. **Journal of Financial Economics**, v. 5, n. 2, p. 147-175, 1977.
- MYERS, S. C. The capital structure puzzle. **Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 575-592, 1984.
- MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of financial economics**, v. 13, n. 2, p. 187-221, 1984.
- MYINT, S.; LUPI, A.; TSOMOCOS, D. P. How Investment Opportunities Affect Optimal Capital Structure. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 29, n. 4, p. 112-124, 2018.
- NAKAMURA, W. T. et al. Determinantes de Estrutura de Capital no Mercado Brasileiro: Análise de Regressão com Painel de Dados no Período 1999-2003. **Revista Contabilidade & Finanças da USP**, v. 18, n. 44, p. 72-85, 2007.
- NAKAMURA, W. T.; MARTIN, D. M. L.; KIMURA, H. Indicadores contábeis como determinantes do endividamento das empresas brasileiras. In: XXIX ENCONTRO DA ANPAD, 2004, Curitiba-PR. **Anais...** Curitiba: ANPAD, 2004.
- NARDI, P. C. C.; NAKAO, S. H. Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras abertas. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 51, p. 77-100, 2009.

NASCIMENTO, J. C. H. B.; ANGOTTI, M.; MACEDO, M. A. S.; BORTOLON, P. M. As relações entre governança corporativa, risco e endividamento e suas influências no desempenho financeiro e no valor de mercado de empresas brasileiras. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 11, n. 1, p. 166-185, 2018.

NASCIMENTO, J. C. H. B.; MACEDO, M. A. S. Modelagem de equações estruturais com mínimos quadrados parciais: um exemplo da aplicação do SmartPLS® em pesquisas em Contabilidade. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 10, n. 3, p. 289-313, 2016.

NEDER, H. D. **Amostragem em pesquisas socioeconômicas**. 1. ed. Campinas: Alínea, 2008.

NERANTZIDIS, M.; TSAMIS, A. Going back to go forward: on studying the determinants of corporate governance disclosure. **Corporate Governance-the International Journal of Business in Society**, v. 17, n. 3, p. 365-402, 2017.

NISUYAMA, E. K.; NAKAMURA, W. T. Pesquisas internacionais recentes em estrutura de capital. In: Seminários em Administração, 2014, São Paulo. **Anais...** São Paulo: XVII SEMEAD, 2014.

NOVAES, W.; ZINGALES, L. Capital structure choice when managers are in control: Entrenchment versus efficiency. **National Bureau of Economic Research**, n. 5384, p. 1-40, 1995.

NTIM, C. G.; OPONG, K. K.; DANBOLT, J.; THOMAS, D. A. Voluntary corporate governance disclosures by post-apartheid South African corporations. **Journal of Applied Accounting Research**, v. 13, n. 2, p. 122-144, 2012.

OKIMURA, R. T. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. 2003. 120 p. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade de São Paulo, São Paulo. 2003.

OKIMURA, R. T.; SILVEIRA, A. D. M.; ROCHA, K. C. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 1, n. 1, p. 119-135, 2007

OKIMURA, R. T.; SILVEIRA, A. M.; ROCHA, K. C. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. **RAC-Eletrônica**, v. 1, n. 1, p. 119-135, 2007.

OZKAN, A. Determinants of Capital Structure and Adjustments to Long Run Target: Evidence from UK Company Panel Data. **Journal of Business Finance and Accounting**, v. 28, n. 1-2, p. 175-198, 2001.

PADOVEZE, C. L.; BENEDICTO, G. C. **Análise das demonstrações financeiras**. 3. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2010.

PALHARES, C. M. G. et al. **Os efeitos da concentração de propriedade e da estrutura do conselho de administração nos covenants de debêntures emitidas pelas empresas listadas**

na bolsa brasileira. 2018. 92 p. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade Federal de Goiás, Goiânia, 2018.

PASCUAL, J. L.; PALMEIRO, J. M. C. Correcting for asymmetry of information and debt capacity on capital structure empirical tests: Evidence from Europe. **Journal of Applied Sciences**, v. 9, n. 24, p. 4183-4194, 2009.

PENG, M. W.; WANG, D. YL; JIANG, Y. An institution-based view of international business strategy: A focus on emerging economies. **Journal of international business studies**, v. 39, n. 5, p. 920-936, 2008.

PERLIN, M.; KIRCH, G.; VANCIN, D. **Accessing Financial Reports and Corporate Events with GetDFPdata**. 2018. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=3128252> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3128252>>. Acesso em 15 de maio de 2019.

PEROBELLI, F. F. C.; FAMÁ, R. Determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 37, n. 3, p. 33-46, 2002.

PETACCHI, R. Information asymmetry and capital structure: Evidence from regulation FD. **Journal of Accounting & Economics**, v. 59, n. 2-3, p. 143-162, 2015.

PINDADO, J.; DE LA TORRE, C. Financial decisions as determinants of ownership structure: Evidence from Spanish family controlled firms. **Managerial Finance**, v. 34, n. 12, p. 868-885, 2008.

PINTO, C. F.; SERRA, F. R.; FERREIRA, M. P. A bibliometric study on culture research in International Business. **BAR**, v. 11, n. 3, p. 340-363, 2014.

POPPER, K. R. **Conjecturas e refutações**. 2. ed. Brasília: Editora UnB, 1982.

PRADO, J. W.; ALCÂNTARA, V. C.; CARVALHO, F. M.; VIEIRA, K. C.; MACHADO, L. K.; TONELLI, D. F. Multivariate analysis of credit risk and bankruptcy research data: a bibliometric study involving different knowledge fields (1968-2014). **Scientometrics**, v. 106, n. 3, p. 1007-1029, 2016.

RAJAN, R. G. Presidential address: The corporation in finance. **The Journal of Finance**, v. 67, n. 4, p. 1173-1217, 2012.

RAJAN, R. G.; ZINGALES, L. What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. **Journal of Finance**, v. 50, n. 5, p. 1421-1460, 1995.

RENTE, M. V. C. S. **Análise da relação entre os mecanismos de Corporate Governance e o desempenho da empresa**: o caso do setor mobiliário português. 2018. 48 p. Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade do Porto, Porto, 2018.

RINGLE, C. M.; SARSTEDT, M. Gain more insight from your PLS-SEM results: The importance-performance map analysis. **Industrial Management & Data Systems**, v. 116, n. 9, p. 1865-1886, 2016.

RINGLE, C. M.; SILVA, D.; BIDO, D. S. Modelagem de equações estruturais com utilização do SmartPLS. **Revista Brasileira de Marketing**, v. 13, n. 2, p. 56-73, 2014.

RINGLE, C. M.; WENDE, S.; BECKER, J-M. SmartPLS 3. **Boenningstedt: SmartPLS GmbH**, <http://www.smartpls.com>, 2015.

RINGLE, C. M.; WENDE, S.; WILL, A. **SmartPLS 2.0.M3** (versão 2.0 M3 Beta) [Software]. Hamburg: SmartPLS, 2005. Disponível em: <<http://www.smartpls.de/>>. Acesso em: 15 de maio de 2019.

ROCHA, F. **Determinantes da estrutura de capital aberto e o nível de endividamento nas empresas de capital aberto**: um estudo comparativo entre Argentina, Brasil e os Estados Unidos. 2014. 283 p. Tese (Doutorado em Administração) – Centro de Pós-graduação e Pesquisas em Administração da Universidade Federal de Minas Gerais. Belo Horizonte: UFMG, 2014.

ROMANO, C. A.; TANEWSKI, G. A.; SMYRNIOS, K. X. Capital structure decision making: A model for family business. **Journal of Business Venturing**, v. 16, n. 3, p. 285-310, 2001.

ROSS, S. A. The determination of financial structure: the incentive-signaling approach. **The Bell Journal of Economics**, v. 8, n. 1, p. 23-40, 1977.

ROSS, S. A. The economic theory of agency: The principal's problem. **The American Economic Review**, v. 63, n. 2, p. 134-139, 1973.

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

SACCOL, A. Z. Um retorno ao básico: compreendendo os paradigmas de pesquisa e sua aplicação na pesquisa em administração. **Rev. Adm. UFSM**, v. 2, n. 2, p. 250-269, 2009.

SAHUT, J. M. et al. Financial Impacts and antecedents of CSR: a PLS Path Modelling Approach. **Economics Bulletin**, v. 36, n. 2, p. 736-751, 2016.

SAITO, R.; SILVEIRA, A. D. M. Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, p. 79-86, 2008.

SENGUPTA, P. Corporate disclosure quality and the cost of debt. **The Accounting Review**, v. 73, n. 4, out. 1998.

SEST - Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais. **Boletim das Empresas Estatais Federais**. Brasília: MP, 2019. Disponível em: <<http://www.planejamento.gov.br/assuntos/empresas-estatais/publicacoes/boletim-das-empresas-estatais>>. Acesso em 15 de maio de 2019.

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

SHLEIFER, A.; VISHNY, Robert W. Large shareholders and corporate control. **Journal of political economy**, v. 94, n. 3, p. 461-488, 1986.

SHYAM-SUNDER, L.; MYERS, S. C. Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. **Journal of Financial Economics**, v. 51, n. 2, p. 219-244, 1999.

SILVA, A. L. C.; LEAL, R. P.C. Ownership, control, valuation and performance of Brazilian corporations. **Corporate Ownership & Control**, v. 4, n.1, p.300-8, 2006.

SILVA, S. N. A.; BENEDICTO, G. C. **Relação entre Governança Corporativa e Gerenciamento de Resultados**: um estudo em empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA. Düsseldorf: Novas Edições Acadêmicas, 2017.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa e estrutura de propriedade**: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. 2004, 250 p. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa no Brasil e no mundo**: teoria e prática. Rio de Janeiro: Elsevier Brasil. 2015.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança Corporativa no Brasil e no Mundo**: Teoria e Prática. Rio de Janeiro: Elsevier Brasil, 2017.

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

SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Atributos Corporativos, Qualidade da Governança Corporativa e Valor das Companhias Abertas no Brasil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 4, n. 1, p. 1-30, 2006.

SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Atributos corporativos e concentração acionária no Brasil. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, p. 51-66, 2008.

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

SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A.; FAMÁ, Rubens. Estrutura de governança e desempenho financeiro nas companhias abertas brasileiras: um estudo empírico. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v. 10, n. 1, p. 57-71, 2003.

TAVARES, V. B.; PENEDO, A. S. T. Desempenho empresarial e níveis de governança corporativa: um estudo longitudinal das empresas listadas na BM&FBOVESPA entre 2001 e 2015. **RAGC**, v. 6, n. 23, 2018.

TEAM, Sci. Science of science (Sci2) tool. **Indiana University and SciTech Strategies**, 2009. Disponível em: <<https://sci2.cns.iu.edu>>. Acesso em 15 de maio de 2019.

TERRA, P. R. S. An empirical investigation on the determinants of capital structure in Latin America. In: XXVI Encontro da ANPAD, 2002, Salvador-BA. **Anais...** Salvador: ANPAD, 2002.

THEISS, V.; BEUREN, I. M. O acionista controlador ea remuneração dos executivos nas empresas listadas na BM & FBOVESPA. **Revista de Gestão dos Países de Língua Portuguesa**, v. 13, n. 1, p. 02-13, 2014.

THOMSEN; S.; PEDERSEN, T. Ownership structure and economics performance in the European companies. **Strategic Management Journal**, v. 21, n. 6, p. 625-705, 2000.

TITMAN, S.; WESSELS, R. The determinants of capital structure choice. **The Journal of finance**, v. 43, n. 1, p. 1-19, 1988.

TSHIPA, J.; BRUMMER, L. M.; WOLMARANS, H.; DU TOIT, E. The effect of industry nuances on the relationship between corporate governance and financial performance: Evidence from South African listed companies. **South African Journal of Economic and Management Sciences**, v. 21, n. 1, p. 1-18, 2018.

VALLANDRO, L. F. J. **Estrutura de capital**: um estudo empírico sobre a ocorrência de *equity market timing* nas decisões de financiamento das companhias abertas listadas na bolsa de valores de São Paulo. 2009. 161 p. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade do Vale do Rio dos Sinos – Unisinos, São Leopoldo, 2009.

VAN DER ELST, C. Industry-specificities and size of corporations: Determinants of ownership structures. **International Review of Law and Economics**, v. 24, n. 4, p. 425-446, 2004.

VAN ECK, N. J.; WALTMAN, L. CitNetExplorer: A new software tool for analyzing and visualizing citation networks. **Journal of Informetrics**, v. 8, n. 4, p. 802-823, 2014.

VAN ECK, N. J.; WALTMAN, L. Software survey: VOSviewer, a computer program for bibliometric mapping. **Scientometrics**, v. 84, n. 2, p. 523-538, 2010.

VANTI, N. A. P. Da bibliometria à webometria: uma exploração conceitual dos mecanismos utilizados para medir o registro da informação e a difusão do conhecimento. **Ciência da informação**, v. 31, n. 2, p. 152-162, 2002.

VANTI, N. Os links e os estudos webométricos. **Ciência da Informação**, v. 34, n.1, p. 78-88, 2005.

VERGARA, S. C. **Projetos e Relatórios de Pesquisa em Administração**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

VERNE, R. M.; SANTOS, R. L.; POSTALI, F. Estruturas de propriedade piramidais e seus efeitos sobre o valor de mercado das companhias brasileiras que abriram capital no período 2004-2007. 2009. In: Encontro Brasileiro de Finanças, 2010, São Leopoldo. **Anais...** São Leopoldo: SBFIN, 2009.

VILLALONGA, B.; AMIT, R. How do family ownership, control and management affect firm value? **Journal of Financial Economics**, v. 80, n. 2, p. 385-417, 2006.

VISHNY, R.; ZINGALES, L. Corporate Finance. **Journal of Political Economy**, v. 125, n. 6, p. 1805-1812, 2017.

WALD, J. K. How firm characteristics affect capital structure: an international comparison. **Journal of Financial Research**, v. 22, n. 2, p. 161-187, 1999.

WONG, K. K. K. Partial least squares structural equation modeling (PLS-SEM) techniques using SmartPLS. **Marketing Bulletin**, v. 24, n. 1, p. 1-32, 2013.

YANG, C. C. et al. Co-determination of capital structure and stock returns – A LISREL approach: An empirical test of Taiwan stock markets. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 50, n. 2, p. 222-233, 2010.

YU, B. Agency costs of stakeholders and capital structure: international evidence. **Managerial Finance**, v. 38, n. 3, p. 303-324, 2012.

ZANDI, G.; TAIB, F. M.; IBRAHIM, D. N. Determinants of corporate governance characteristics influencing price and non-price informative voluntary disclosures: Evidence from Iran. **Asian Journal of Business and Accounting**, v. 3, n. 2, p. 31-69, 2010.

ZANI, T. B. **Restrição financeira e preferência pela liquidez: a volatilidade como determinante para retenção de disponibilidades**. 2013. 89 p. (Mestrado em Administração) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2013.

ZEGHAL, D.; MOUSSA, M. An analysis of the determinants of corporate governance disclosure policies in multinational enterprises: A multi-Medium study. **Corporate Ownership and Control**, v. 12, n. 4CONT6, p. 671-690, 2015.

ZHANG, H. et al. Ownership structure, diversification, and corporate performance based on structural equation modeling. **Journal of Real Estate Portfolio Management**, v. 22, n. 1, p. 63-73, 2016.

ZOU, H.; XIAO, J. Z. The financing behaviour of listed Chinese firms. **The British Accounting Review**, v. 38, n. 3, p. 239-258, 2006.

APÊNDICE A - Lista de empresas selecionadas para a amostra.

Tabela XX - Relação das empresas selecionadas na amostra de pesquisa.

(continua)

N	Nome	Ano Trimestre Setor	2013				2014				2015				2016				2017				2018				Total				
			1º	2º	3º	4º																									
1	Advanced-Dh	Comércio																									1				1
2	AES Tiete E	Energia Elétrica														1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
3	Afluentes T	Energia Elétrica	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
4	Aliansce	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
5	Aliperti	Siderur & Metalur											1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	14	
6	Alpargatas	Textil	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24	
7	Alupar	Energia Elétrica		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	23	
8	Ambev S/A	Alimentos e Beb	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24	
9	Ampla Energ	Energia Elétrica	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24	
10	Anima	Outros				1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	21	
11	Arezzo Co	Textil	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24	
12	Azevedo	Construção									1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1			14	
13	Azul S.A.	Transporte Serviç																					1	1	1	1	1	1	1	7	
14	B2W Digital	Comércio	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24	
15	Bardella	Máquinas Indust	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24	
16	Battistella	Comércio	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24	
17	Baumer	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24	
18	Bic Monark	Veiculos e peças	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1									20	

Fonte: Dados da pesquisa.

(continua)

Tabela XX - Relação das empresas selecionadas na amostra de pesquisa.

(continua)

N	Nome	Ano Trimestre Setor	2013				2014				2015				2016				2017				2018				Total
			1º	2º	3º	4º																					
61	Cristal	Química	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1								17
62	Csu Cardsyst	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
63	Cvc Brasil	Transporte Serviç				1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	21
64	Cyre Com-Ccp	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
65	Cyrela Realt	Construção	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
66	Dasa	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
67	Dimed	Comércio	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
68	Direcional	Construção	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
69	Dohler	Textil	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
70	Dommo	Petróleo e Gas																	1	1	1	1	1	1	1	1	8
71	Dtcom Direct	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
72	Duratex	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
73	Ecorodovias	Transporte Serviç	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
74	Elekeiroz	Química	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
75	Elektro	Energia Elétrica	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
76	Eletrobras	Energia Elétrica	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1		23
77	Eletropaulo	Energia Elétrica	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
78	Emae	Energia Elétrica	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
79	Embraer	Veiculos e peças	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
80	Enauta Part	Petróleo e Gas	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1				1	1	22
81	Encorpar	Textil	1	1	1	1																					4

Fonte: Dados da pesquisa.

(continua)

Tabela XX - Relação das empresas selecionadas na amostra de pesquisa.

(continua)

N	Nome	Ano Trimestre Setor	2013				2014				2015				2016				2017				2018				Total				
			1º	2º	3º	4º																									
82	Energias BR	Energia Elétrica	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
83	Energisa Mt	Energia Elétrica	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
84	Energisa	Energia Elétrica	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
85	Eneva	Energia Elétrica	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
86	Engie Brasil	Energia Elétrica	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
87	Equatorial	Energia Elétrica	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
88	Estacio Part	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
89	Estrela	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
90	Eucatex	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
91	Even	Construção	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
92	Excelsior	Alimentos e Beb	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1									20
93	Eztec	Construção	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
94	Ferbasa	Siderur & Metalur	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
95	Fleury	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
96	Forja Taurus	Siderur & Metalur	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
97	Fras-Le	Veiculos e peças	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
98	Gafisa	Construção	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1			1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	22
99	Generalshopp	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
100	Ger Paranap	Energia Elétrica												1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13	
101	Gerdau Met	Siderur & Metalur	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
102	Gerdau	Siderur & Metalur	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24

Fonte: Dados da pesquisa.

(continua)

Tabela XX - Relação das empresas selecionadas na amostra de pesquisa.

(continua)

N	Nome	Ano Trimestre Setor	2013				2014				2015				2016				2017				2018				Total				
			1º	2º	3º	4º																									
103	Gol	Transporte Serviç	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
104	GPC Part	Outros																	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	8
105	Grazziotin	Comércio	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
106	Grendene	Textil	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
107	Guararapes	Textil	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
108	Habitasul	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1		1	1	1	1	1	1				1		1		1		20
109	Helbor	Construção	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
110	Hercules	Siderur & Metalur	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
111	Hoteis Oth	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1		23
112	Hypera	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1			1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	22
113	Ideiasnet	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1			1											16
114	Iguatemi	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
115	Ihpar dini	Outros																	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	8
116	Imc S/A	Comércio										1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	15
117	Inds Romi	Máquinas Indust	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
118	Inepar	Outros	1	1	1	1																									4
119	Iochp-Maxi	Veículos e peças	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
120	Itautec	Eletroeletrônicos	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
121	JBS	Alimentos e Beb	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
122	Jereissati	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
123	JHSF Part	Construção	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24

Fonte: Dados da pesquisa.

(continua)

Tabela XX - Relação das empresas selecionadas na amostra de pesquisa.

(continua)

N	Nome	Ano Trimestre Setor	2013				2014				2015				2016				2017				2018				Total				
			1º	2º	3º	4º																									
124	Joao Fortes	Construção	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	23
125	Josapar	Alimentos e Beb	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
126	JSL	Transporte Serviç	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
127	Karsten	Textil	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
128	Kepler Weber	Siderur & Metalur	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
129	Klabin S/A	Papel e Celulose					1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	20
130	Krot	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
131	Le Lis Blanc	Textil									1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	15
132	Light S/A	Energia Elétrica	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
133	Linx	Software e Dados	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
134	Liq	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
135	Localiza	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
136	Locamerica	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1																	1	1	1	1	13
137	Log Com Prop	Construção																												1	1
138	Log-In	Transporte Serviç	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
139	Lojas Americ	Comércio	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
140	Lojas Marisa	Comércio	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
141	Lojas Renner	Comércio	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
142	Lopes Brasil	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
143	Lupatech	Siderur & Metalur	1	1	1	1	1	1	1	1					1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	20
144	M.Diasbranco	Alimentos e Beb	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24

Fonte: Dados da pesquisa.

(continua)

Tabela XX - Relação das empresas selecionadas na amostra de pesquisa.

(continua)

N	Nome	Ano Trimestre Setor	2013				2014				2015				2016				2017				2018				Total				
			1º	2º	3º	4º																									
145	Magaz Luiza	Comércio	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
146	Mangels Indl	Siderur & Metalur	1	1	1	1									1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
147	Marcopolo	Veiculos e peças	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
148	Marfrig	Alimentos e Beb	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
149	Melhor SP	Papel e Celulose	1			1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	22
150	Mendes Jr	Construção	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1							1	1	1	1									14
151	Metal Iguaçu	Siderur & Metalur										1					1														2
152	Metal Leve	Veiculos e peças	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
153	Metalrio	Máquinas Indust	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
154	Metisa	Siderur & Metalur	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
155	Mills	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
156	Minerva	Alimentos e Beb	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
157	Minupar	Alimentos e Beb	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
158	MMX Miner	Mineração	1	1	1	1	1	1	1	1													1	1	1	1	1	1	1	1	13
159	Movida	Outros																	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	8
160	Mrs Logist	Transporte Serviç	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
161	MRV	Construção	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
162	Multiplan	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
163	Mundial	Siderur & Metalur	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
164	Nadir Figuei	Minerais não Met	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
165	Natura	Comércio	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24

Fonte: Dados da pesquisa.

(continua)

Tabela XX - Relação das empresas selecionadas na amostra de pesquisa.

(continua)

N	Nome	Ano Trimestre Setor	2013				2014				2015				2016				2017				2018				Total
			1°	2°	3°	4°	1°	2°	3°	4°	1°	2°	3°	4°	1°	2°	3°	4°	1°	2°	3°	4°	1°	2°	3°	4°	
166	Odontoprev	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
167	Oi	Telecomunicações				1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	21
168	Omega Ger	Outros																		1	1	1	1	1	1	6	
169	OSX Brasil	Veiculos e peças	1	1	1	1				1													1			6	
170	Ourofino S/A	Química							1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	17
171	P.Acucar-Cbd	Comércio	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1				1	1	1	1	1	1	1	22
172	Panatlantica	Siderur & Metalur	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
173	Paranapanema	Siderur & Metalur	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
174	PDG Realt	Construção	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1					1	1	1	1	1	1	1	1		19
175	Petrobras	Petróleo e Gas	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
176	Petrorio	Petróleo e Gas	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
177	Pettenati	Textil	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
178	Plascar Part	Veiculos e peças	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
179	Pomifrutas	Agro e Pesca	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
180	Portobello	Minerais não Met	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
181	Positivo Tec	Eletroeletrônicos	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
182	Profarma	Comércio	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
183	Qualicorp	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
184	RaiaDrogasil	Comércio													1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11	
185	RandPart	Veiculos e peças	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
186	Recrusul	Veiculos e peças	1				1	1	1	1															1	7	

Fonte: Dados da pesquisa.

(continua)

Tabela XX - Relação das empresas selecionadas na amostra de pesquisa.

(continua)

N	Nome	Ano Trimestre Setor	2013				2014				2015				2016				2017				2018				Total					
			1°	2°	3°	4°	1°	2°	3°	4°	1°	2°	3°	4°	1°	2°	3°	4°	1°	2°	3°	4°	1°	2°	3°	4°						
187	Rede Energia	Energia Elétrica													1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	12	
188	Renova	Energia Elétrica	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	23
189	Rni	Construção	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
190	Rossi Resid	Construção	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
191	Rumo S.A.	Transporte Serviç																	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	8	
192	Sabesp	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
193	Sanepar	Outros																														5
194	Sansuy	Outros																														2
195	Santanense	Textil	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
196	Santos Brp	Transporte Serviç																														10
197	Sao Carlos	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
198	Sao Martinho	Alimentos e Beb	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
199	Saraiva Livr	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
200	Schulz	Veiculos e peças	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
201	Ser Educa	Outros				1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	21
202	Sid Nacional	Siderur & Metalur	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
203	Sierrabrasil	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
204	Sinqia	Software e Dados	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
205	SLC Agricola	Agro e Pesca	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
206	Smiles	Outros													1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10	

Fonte: Dados da pesquisa.

(continua)

Tabela XX - Relação das empresas selecionadas na amostra de pesquisa.

(continua)

N	Nome	Ano Trimestre Setor	2013				2014				2015				2016				2017				2018				Total
			1°	2°	3°	4°	1°	2°	3°	4°	1°	2°	3°	4°	1°	2°	3°	4°	1°	2°	3°	4°	1°	2°	3°	4°	
207	Somos Educa	Outros							1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	18
208	Sondotecnica	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
209	Springer	Eletroeletrônicos	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1								18
210	Springs	Textil	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1		23
211	Suzano S.A.	Papel e Celulose																			1	1	1	1	1	1	5
212	Taesa	Energia Elétrica	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
213	Technos	Outros			1	1			1	1			1	1			1	1			1	1				1	11
214	Tecnisa	Construção	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
215	Tectoy	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
216	Tegma	Transporte Serviç	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
217	Teka	Textil	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1					1	1	1	1		20
218	Tekno	Siderur & Metalur	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
219	Telef Brasil	Telecomunicações	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
220	Tenda	Construção																			1	1	1	1	1	1	7
221	Terra Santa	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
222	Tim Part S/A	Telecomunicações	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
223	Time For Fun	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
224	Totvs	Software e Dados	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
225	Tran Paulist	Energia Elétrica	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
226	Trevisa	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24

Fonte: Dados da pesquisa.

(continua)

Tabela XX - Relação das empresas selecionadas na amostra de pesquisa.

(conclusão)

N	Nome	Ano Trimestre Setor	2013				2014				2015				2016				2017				2018				Total				
			1º	2º	3º	4º																									
227	Trisul	Construção	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
228	Triunfo Part	Transporte Serviç	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
229	Tupy	Veiculos e peças	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
230	Ultrapar	Petróleo e Gas	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
231	Unicasa	Outros		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	23
232	Unipar	Química																		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	7
233	Usiminas	Siderur & Metalur	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
234	Vale	Mineração	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
235	Valid	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	23
236	Viavarejo	Comércio	1	1	1			1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	22
237	Vulcabras	Textil	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
238	Weg	Máquinas Indust	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
239	Wetzel S/A	Veiculos e peças	1	1	1	1	1	1	1	1																					8
240	Whirlpool	Eletroeletrônicos	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24
241	Wlm Ind Com	Comércio	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	24

Fonte: Dados da pesquisa.