

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

FLÁVIA FURTADO PESSOA DE MENDONÇA

ESTRUTURA DE CAPITAL E MECANISMOS EXTERNOS DE GOVERNANÇA:
uma Análise Multipaís

SÃO PAULO
2016

FLÁVIA FURTADO PESSOA DE MENDONÇA

ESTRUTURA DE CAPITAL E MECANISMOS EXTERNOS DE GOVERNANÇA:
uma Análise Multipaís

Dissertação apresentada à Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, como requisito para obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas

Campo de conhecimento:
Finanças

Orientador: Prof. PhD. Paulo Renato
Soares Terra

SÃO PAULO
2016

Mendonça, Flávia Furtado Pessoa de.

Estrutura de Capital e Mecanismos Externos de Governança : uma
Análise Multipaís / Flávia Furtado Pessoa de Mendonça. - 2016.

54 f.

Orientador: Paulo Renato Soares Terra

Dissertação (mestrado) - Escola de Administração de Empresas de São
Paulo.

1. Governança Corporativa. 2. Capital (Economia). 3. Acionistas. 4.
Investidores (Finanças). I. Terra, Paulo Renato Soares. II. Dissertação
(mestrado) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo. III. Título.

CDU 658.15

FLÁVIA FURTADO PESSO DE MENDONÇA

ESTRUTURA DE CAPITAL E MECANISMOS EXTERNOS DE GOVERNANÇA:
uma Análise Multipaís

Dissertação apresentada à Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, como requisito para obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas

Campo de conhecimento:
Finanças

Orientador: Prof. PhD. Paulo Renato
Soares Terra

Data da aprovação:

__/__/____

Banca examinadora:

Prof. PhD. Paulo Renato Soares Terra
(Orientador)
FGV-EAESP

Prof. Dr. Wesley Mendes da Silva
FGV-EAESP

Prof. Dr. Henrique Castro Martins
PPG-UNISINOS

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus pais, Monica e Bernardo e aos meus avós, Otto e Clóris, pelo amor, carinho e incentivos sempre presentes. Obrigada pela compreensão com a minha ausência neste últimos dois anos, a saudade de vocês sempre foi grande. Vocês me inspiram, me apoiam e fazem ir além. Às minhas irmãs Helena e Laura, pelo companheirismo e momentos de descontração.

À minha prima Bela, por ser minha família em São Paulo. Obrigada pela acolhida, amizade, comidas e suporte. Sem você e a Pri meus finais de semana seriam menos agradáveis. Agradeço aos meus amigos e colegas de mestrado, vocês foram imprescindíveis nessa jornada! Caio, obrigada pela amizade, incentivo, puxões de orelha e por estar comigo nas longas horas de estudo na biblioteca. Lu e Vinícius, obrigada pela boa convivência dentro e fora da FGV, por ouvir meus desabafos e me apoiarem. Vamos continuar com o GVChef. Fred, Marcelo e Orlando, obrigada por tantas conversas sobre a vida, o futuro, pelos drinks e pelas risadas.

Agradeço a tantos professores que me ajudaram nesta caminhada. Ao Prof. PhD. Paulo Terra, orientador atencioso, sempre pronto a ajudar, agradeço pelo apoio imprescindível com a dissertação e pela compreensão com meus momentos de ausência. Aos professores membros da banca, Prof. Dr. Wesley Mendes-da-Silva e Prof. Dr. Rafael Schiozer, agradeço pelas valiosas contribuições à esta dissertação. Ao Prof. Dr. Henrique Martins, agradeço por todo auxílio com a base de dados. Agradeço também a todos os professores da EAESP-FGV, por todo o conhecimento transmitido. Agradeço à CAPES, pelo suporte financeiro.

RESUMO

A dissertação teve o objetivo de investigar de que forma os Mecanismos Externos de Governança (MEG) impactam a alavancagem da empresa, em uma amostra de 40 países, que engloba um total de 12.968 empresas. O diferencial do estudo está na distinção entre os MEG que afetam a proteção dos acionistas daqueles que afetam os direitos dos credores. Os resultados sugerem que as empresas se alavancam de maneira coerente ao previsto pela Teoria da *Pecking Order*. Observou-se os MEG associados à proteção dos investidores, de fato, influenciam na escolha pela estrutura de capital da empresa. Empresas com alta proteção aos direitos dos acionistas foram, em média, menos alavancadas do que empresas com baixa proteção aos acionistas. Alta proteção dos credores possui impacto positivamente relacionado com a alavancagem, o que sugere que alta proteção aos credores diminuem o custo da dívida e fazem com que as empresas deem preferência a este tipo de financiamento externo. Os resultados se mostraram robustos diante de algumas variações no modelo.

Palavras-chave: Alavancagem financeira; Proteção do acionista; Direito dos credores; Mecanismos Externos de Governança.

ABSTRACT

This study aimed to investigate how the External Governance Mechanisms (EGM) impact the company's leverage, in a sample of 40 countries, including a total of 12,968 companies. The differential of the research lies in the distinction between EGMs that affect the protection of shareholders from those that affect the creditors rights. The results suggest that firms leverage are consistent to what was predicted by the Pecking Order Theory. It was observed that EGMs associated with investor protection do in fact influence the choice of the firm's capital structure. Companies with high protection of shareholder rights were, on average, less leveraged than companies with low shareholder protection. High creditors protection has a positive impact on leverage, which suggests that high creditors protection reduces the cost of debt and makes companies prefer this type of external financing. The results were robust considering some variations in the model.

Keywords: Financial leverage; Shareholder Protection; Creditor rights; External Governance Mechanisms.

Lista de Figuras

Figura 1 – Dispersão dos países em relação à proteção dos investidores .	29
Figura 2 – Países distribuídos de acordo com a sua origem legal	31
Figura 3 – Dispersão dos países em relação à proteção dos investidores .	42
Figura 4 – Dispersão dos países em relação ao desenvolvimento do mercado	45

Lista de Tabelas

Tabela 1 – Cenários com alta e baixa proteção aos investidores	24
Tabela 2 – Índices utilizados para compor os indicadores	28
Tabela 3 – Proxy utilizada para as variáveis	33
Tabela 4 – Estatística Descritiva das Variáveis	36
Tabela 5 – Média das Variáveis Descritivas por País	37
Tabela 6 – Regressões do Modelo	43
Tabela 7 – Regressões para testar a robustez	47

Lista de Abreviações

FE	Efeito fixo
EUA	Estados Unidos da América
EGM	External Governance Mechanisms
HH	High-High
HL	High-low
IR	Imposto de Renda
LH	Low-high
LL	Low-low
MEG	Mecanismos Externos de Governança
EM	Mercados Emergentes
PIB	Produto Interno Bruto
ROA	<i>Return on Assets</i>
POT	Teoria de <i>Pecking Order</i>

Sumário

1	INTRODUÇÃO	12
1.1	Objetivos da Pesquisa	13
1.2	Justificativa	14
1.3	Estrutura da Pesquisa	14
2	REFERENCIAL TEÓRICO	15
2.1	Teorias sobre a Estrutura de Capital	15
2.2	Determinantes da Estrutura de Capital	17
2.3	Governança Corporativa	19
2.4	Mecanismos Externos de Governança	20
2.5	Desenvolvimento de Hipóteses	22
3	MÉTODO	26
3.1	Variáveis de Medida	26
3.2	Características da Firma	31
3.3	Fatores Específicos de País	32
3.4	Modelo Empírico	34
4	RESULTADOS	40
4.1	Robustez	45
5	CONCLUSÃO	50
	REFERÊNCIAS	52

1 Introdução

A teoria da irrelevância da estrutura de capital de [Modigliani e Miller \(1958\)](#) sugere que, em um mercado perfeito, o valor da firma independe da sua alavancagem. Nesse sentido, não existiria um nível ótimo de endividamento. Apesar da teoria da irrelevância de MM proporcionar bons *insights* no entendimento da estrutura de capital, ela parte de pressupostos irrealistas. A estrutura de capital da empresa altera o valor da firma, de modo que ela seria determinada por fatores tais como impostos, custos de falência e custos de agência ([MODIGLIANI; MILLER, 1963](#); [JENSEN; MECKLING, 1976](#); [MYERS; MAJLUF, 1984](#)).

De acordo com [Wald \(1999\)](#), a estrutura de capital é afetada por problemas de agência pois ela origina conflitos de interesse entre acionistas e credores. Mesmo dentro do grupo dos acionistas, existem conflitos de interesse entre os acionistas minoritários e majoritários. Para [Jensen e Meckling \(1976\)](#), a essência do problema de agência está na separação entre propriedade e controle. Ainda segundo os autores, a origem do problema se dá na dificuldade que os investidores encontram para garantir que o seu dinheiro não seja desperdiçado em projetos não atrativos. A proteção ao investidor se tornou crucial pois, em vários países, a expropriação de *outsiders* (acionistas minoritários e credores) pelos *insiders* (acionistas controladores e *managers*) é extensa ([LA PORTA et al., 2000](#)). Uma vez que a empresa representa o interesse de vários investidores, fazem-se presentes na academia discussões sobre Governança Corporativa.

Grande parte da diferença entre os sistemas de Governança Corporativa nos países se dá devido à diferença na natureza da obrigação legal que os *managers* têm com os investidores e, também, na diferença com que o sistema jurídico interpreta e faz cumprir essas obrigações, conhecida como *enforcement* ([LA PORTA et al., 2000](#)). Segundo [Fan, Titman e Twite \(2012\)](#), os conflitos de interesse entre *insiders* e *outsiders* são fatores importantes para dar forma à política da empresa. Para [La Porta et al. \(1998\)](#), a maneira na qual os contratos podem ser utilizados para mitigar esses problemas de incentivo dependem do sistema legal, que consiste no conteúdo das leis e na qualidade do seu *enforcement*.

Instituições, ambiente e características da empresa são fatores determinantes da estrutura de capital ([DEESOMSAK; PAUDYAL; PES CETTO, 2004](#)). Segundo [Booth et al. \(2001\)](#) e [Bancel e Mittoo \(2004\)](#), diferenças institucionais são tão importantes quanto as características da empresa na determinação do nível de endividamento. A proteção ao investidor possui um papel importante nos determinantes da alavancagem ([TURK, 2012](#)). [Cheng e Shiu \(2007\)](#) encontraram que empresas em países com melhor proteção aos credores possuem maior alavancagem, enquanto empresas em países em que os direitos aos acionistas são mais protegidos, utilizam-se de mais fundos com capital próprio.

Para [La Porta et al. \(2000\)](#), os fatores de governança no nível país são responsáveis pelo monitoramento externo e cumprimento dos contratos financeiros dos investidores. Por isso, faz-se importante a distinção entre os Mecanismos Externos de Governança (MEG) que afetam a proteção dos acionistas daqueles que afetam os direitos dos credores. Ainda, é importante averiguar de que forma esses mecanismos de governança impactam a alavancagem da empresa. Dito isso, originou-se a seguinte questão de pesquisa: Como os MEG relacionados à proteção dos credores e dos acionistas afetam a escolha da alavancagem na empresa?

Este trabalho se baseia em [Cheng e Shiu \(2007\)](#) e [Jong, Kabir e Nguyen \(2008\)](#), mas com diferenciais acrescidos. Em contraponto com os trabalhos anteriores, que consideram a proteção do investidor unidimensional, o presente trabalho distingue entre MEG que atuam sobre os direitos do credor daqueles que agem sobre a proteção dos acionistas. Consistentemente com estudos prévios sobre alavancagem financeira¹, esta pesquisa empírica analisa o efeito combinatório entre características no nível da firma e atributos de governança no nível país na decisão de estrutura de capital da firma e, ainda, utiliza a distinção entre os níveis de proteção dos investidores entre países para averiguar se a Teoria de *Pecking Order* (POT) é apropriada para explicar a alavancagem da empresa.

Na POT, [Myers e Majluf \(1984\)](#) apontam que não existe um nível ótimo de dívida. Devido à assimetria de informação e aos problemas de sinalização associados ao financiamento externo, as empresas seguem uma política de financiamento hierárquica, com preferência ao financiamento interno em relação ao externo, e à dívida ao invés de ações.

Para melhor entender os determinantes da estrutura de capital, particularmente a influência da proteção aos acionistas minoritários e direitos dos credores na alavancagem da empresa, é preciso examinar uma grande amostra de países. Isto posto, o presente trabalho faz uma análise multipaís com 12.968 empresas distribuídas em 40 países, entre os anos 2005 e 2014.

1.1 Objetivos da Pesquisa

O presente trabalho possui dois objetivos principais. Em um primeiro momento, busca-se examinar a relação entre a proteção dos investidores, no nível país, e a escolha pela estrutura de capital da empresa. Em outras palavras, deseja-se analisar qual a influência que os MEG relacionados à proteção dos credores e dos acionistas têm na decisão pelo nível de endividamento da empresa. Em seguida, com base na Teoria de *Pecking Order*, o estudo pretende verificar se a referida teoria é a adequada para explicar a estrutura de

¹ Por exemplo, [Rajan e Zingales \(1995\)](#), [Booth et al. \(2001\)](#), [Cheng e Shiu \(2007\)](#), [Jong, Kabir e Nguyen \(2008\)](#) e [Fan, Titman e Twite \(2012\)](#).

capital das empresas.

Os objetivos específicos consistem em:

- Verificar se o grau de alavancagem é diretamente proporcional ao nível de proteção dos credores.
- Verificar se o grau de alavancagem é inversamente proporcional ao nível de proteção dos acionistas.
- Verificar o que acontece com o grau de alavancagem quando os dois grupos de investidores possuem o mesmo nível de proteção.
- Verificar se a POT é apropriada para explicar a estrutura de financiamento das empresas.

1.2 Justificativa

Esta dissertação tem o intuito de ampliar os estudos acerca da escolha pela estrutura de capital das empresas e a influência dos MEG nessa escolha, haja visto que esse é um assunto que se faz presente em discussões atuais na academia. O estudo visa explorar possíveis contribuições para a literatura internacional de governança corporativa ao fornecer evidências do papel da governança no nível país nas decisões da empresa. Com o diferencial na distinção entre os MEG que atuam sobre os direitos do credor daqueles que agem sobre a proteção dos acionistas, este trabalho busca complementar a literatura existente sobre a estrutura de capital que, pelo conhecimento do autor, foi mais explorado com um foco unidimensional da proteção do investidor.

1.3 Estrutura da Pesquisa

A dissertação está dividida em 5 seções, inclusa esta primeira. Na seção 2 apresenta-se o referencial teórico. Na seção 3, são explicitados o método e as técnicas do trabalho, focando-se no delineamento da pesquisa, além da amostra objeto de estudo. Em seguida, discorre-se sobre a coleta de dados e os procedimentos de análise dos dados coletados. Na quarta seção apresentam-se os resultados da análise com suas interpretações. Por fim, a última seção traz as considerações finais.

2 Referencial Teórico

Governança Corporativa e Estrutura de Capital são áreas importantes em Finanças Corporativas e representam uma parte significativa da pesquisa dessa área. Diferenças institucionais são tão importantes quanto características da firma na determinação da estrutura de capital (DEESOMSAK; PAUDYAL; PES CETTO, 2004). Assim como La Porta et al. (2000), esta dissertação assume que a proteção dos acionistas e credores pelo sistema legal é crucial para entender os padrões de Finanças Corporativas nos diferentes países.

2.1 Teorias sobre a Estrutura de Capital

A literatura das decisões da estrutura de financiamento mostrou que o mercado financeiro não é perfeito e que está sujeito à assimetria de informação. Um fator que ajuda a explicar a variação na estrutura de capital entre as empresas seria um potencial desalinhamento de objetivos entre *insiders* e *outsiders* (JENSEN, 1986). Os fatores que influenciam as empresas na sua decisão sobre a estrutura de capital tem sido motivo de debate há décadas entre os acadêmicos (RAJAN; ZINGALES, 1995; SHYAM-SUNDER; MYERS, 1999; BOOTH et al., 2001; FRANK; GOYAL, 2003; CHENG; SHIU, 2007; JONG; KABIR; NGUYEN, 2008; FAN; TITMAN; TWITE, 2012)

Harris e Raviv (1991) classificaram quatro categorias dos determinantes da estrutura de capital, de acordo com o seu propósito: (i) amenizar os conflitos de interesse entre os vários grupos com direitos sobre os recursos da empresa, incluindo os gestores (abordagem da teoria da agência); (ii) transmitir informação privada aos mercados de capitais ou mitigar efeitos de seleção adversa (abordagem da informação assimétrica); (iii) influenciar a natureza dos produtos ou a concorrência no mercado do produto/entrada; e (iv) afetar o resultado de uma disputa de controle corporativo.

A estrutura de capital se refere à maneira pela qual a empresa se financia através de capital próprio (acionistas) e de capital de terceiros (credores). De acordo com a Moderna Teoria de Finanças, as fontes de capital de terceiros deveriam ser mais baratas do que capital próprio. Isso se deve ao fato de que, em geral, o custo do capital próprio excederia o custo do capital de terceiros, já que, entre outros fatores, existe incidência de benefícios fiscais para o uso de dívidas, além do risco do capital próprio ser maior do que o risco de capital de terceiros. Com o benefício fiscal da dívida, espera-se que as empresas possuam estrutura de capital com a máxima participação de dívidas (MODIGLIANI; MILLER, 1963). Mas isso não ocorre na prática, uma vez que o uso de dívidas aumenta o risco financeiro. Isto é, ao se levar em conta os custos de falência, o custo do endividamento se

eleva, fazendo com que os credores sejam impulsionados a cobrar mais pelos empréstimos.

Dentre as principais teorias que versam sobre a estrutura de capital, destacam-se as Teorias de Agência, *Market Timing*, *Trade-off* Estático e *Pecking Order*. Em cada um desses modelos, a escolha entre capital próprio e capital de terceiros depende dos fatores específicos da empresa e também de fatores institucionais (BOOTH et al., 2001).

Segundo a Teoria da Agência, de Jensen e Meckling (1976), existe um potencial conflito de interesses originado a partir da delegação de atribuições de um principal (i.e. acionistas) a um agente (i.e. executivos), encarregado de interceder em matéria de interesse do principal. Esse conflito é responsável pelos chamados “custos de agência”. Os “custos de agência” são custos da empresa relacionados aos conflitos de interesse que surgem entre os diversos participantes de um processo. Estes custos dividem-se em: (1) custos de monitoramento e controle, necessários para a proteção dos principais em face de ações prejudiciais que podem ser praticadas pelos agentes; (2) custos de vínculo, vistos como necessários para agradar os agentes, podendo ser pecuniários ou não pecuniários; e (3) custo/perda residual, entendido como a redução no bem-estar do principal em razão das divergências existentes (JENSEN; MECKLING, 1976).

Em relação a esses custos de agência, os participantes devem focar em ações que podem reduzi-los, como avanços na estrutura de contratos ou formas alternativas de organização da produção. A utilização de mecanismos de redução de conflitos entre gestores e acionistas baseados na governança corporativa exemplificam um meio de facilitar a recuperação econômico-financeira da empresa. Assim, os conflitos de interesse determinam um nível ótimo da estrutura de capital que serve como um *trade-off* entre os custos de agência e outros custos de financiamento (BOOTH et al., 2001).

Baker e Wurgler (2002) fundamentaram a Teoria de *Market Timing*, na qual argumentam que o *market timing* é o principal determinante da estrutura de capital da empresa. Isto é, a empresa irá recorrer ao capital próprio ou ao capital de terceiros de acordo com o que, no momento em que ela precisa de financiamento, está mais vantajoso no mercado financeiro. Os autores definiram *market timing* como a prática da emissão de ações no momento em que elas estão sobrevalorizadas e a compra delas quando estão subvalorizadas, a fim de explorar a flutuação temporária de preços e comparar o custo de capital das distintas formas de financiamento. As firmas tendem a emitir ações quando o valor de mercado está alto em relação ao valor contábil e/ou em relação aos valores de mercado anteriores. Com isso, as emissões se dão quando os seus custos estão relativamente baixos e as recompras ocorrem quando esses custos estão altos, diminuindo e aumentando, respectivamente, a alavancagem.

A Teoria de *Trade-off* Estático assume que existem benefícios na alavancagem até um ponto ótimo da estrutura de capital. Kraus e Litzenberger (1973) argumentam que existe um nível ótimo de endividamento que reflete o *trade-off* entre os benefícios fiscais

e os custos da dívida. Esse modelo considera imperfeições de mercado que [Modigliani e Miller \(1958\)](#) não consideraram, tais como impostos, custos de falência e custos de agência. Dessa forma, a estrutura de capital ótima minimiza tais custos e maximiza o valor da firma, no ponto em que os benefícios e custos marginais do endividamento são iguais.

A Teoria de *Pecking Order* ([MYERS; MAJLUF, 1984](#)) se baseia na assimetria de informação entre os agentes. Os *managers* da empresa possuem informações privilegiadas e conhecem o valor real da firma, de modo que eles optam por emitir ações quando existe sobrevalorização dos ativos. Os acionistas, sabendo disso, se antecipam e descontam o valor da firma. Os *managers*, por sua vez, percebem esse desconto e deixam de realizar alguns investimentos, adiando para quando possuem recursos em caixa.

Por esse motivo, existe uma relutância em emitir novas ações devido à subprecificação delas pelo mercado, sendo a assimetria de informação entre investidores e *managers* o fator que explica a hierarquia entre as fontes de financiamento. Desse modo, a empresa daria preferência ao financiamento interno e, caso necessite de financiamento externo, a sequência seria a emissão de dívidas e, por fim, emissão de ações.

Em contraponto com a Teoria de *Trade-off*, a Teoria de *Pecking Order* não assume que existe um nível ótimo de dívida. [Shyam-Sunder e Myers \(1999\)](#) observam que o benefício fiscal da dívida e a ameaça de crise financeira são considerados problemas de segunda ordem. Destacam, ainda, que o nível de dívida varia de acordo com o nível do fluxo de caixa interno, subtraindo-se os dividendos e as oportunidades de investimento da empresa. Em outras palavras, as variações no nível de dívida são conduzidas pela necessidade da empresa por fundos externos, e não pela tentativa de se atingir o nível ótimo da estrutura de capital. [Shyam-Sunder e Myers \(1999\)](#) encontraram que o modelo básico de *Pecking Order* possui maior poder de explicação do que o modelo de *Trade-off* Estático.

2.2 Determinantes da Estrutura de Capital

A proteção ao investidor se mostrou relevante na estrutura de propriedade das empresas ([CHENG; SHIU, 2007](#); [JONG; KABIR; NGUYEN, 2008](#)). Para [La Porta et al. \(2000\)](#), a diferença na estrutura de capital entre países se dá em função do quão protegidos são os investidores, tanto acionista minoritário quando credor, pela legislação de expropriação dos *insiders*. Para os autores, a abordagem jurídica é melhor para entender a governança corporativa do que a tradicional distinção entre mercados *bank-based* e *market-based*. De acordo com [La Porta et al. \(2000\)](#), a previsão mais básica da abordagem legal é que a proteção dos investidores estimula o desenvolvimento dos mercados financeiros. Para os autores, à medida que os investidores são mais protegidos da expropriação, eles se dispõem a pagar mais pelos títulos da firma, o que torna atraente para a empresa emitir

esses títulos.

O conflito de agência em empresas com alta concentração acionária se dá entre os acionistas minoritários e os sócios controladores. Os direitos legais dos acionistas e o cumprimento das leis mitigam esse conflito de agência. Por isso, qualquer análise de governança multipaís deve controlar o efeito de governança no nível país. Pesquisadores documentaram que a governança corporativa tanto no nível país quanto no nível da firma afetam a performance da empresa.

Jong, Kabir e Nguyen (2008) encontraram que os determinantes específicos da alavancagem no nível da firma variam entre países e, ainda, possuem um impacto indireto porque os fatores específicos de país também influenciam nos papéis dos fatores específicos da empresa na escolha da estrutura de capital. La Porta et al. (2002) documentaram que, para empresas com alta concentração de propriedade, o valor da firma está positivamente relacionado com a proteção legal dos direitos do acionistas no nível país. Nesta dissertação, explora-se a relação entre as políticas da empresa e os mecanismos de governança corporativa no nível país e no nível firma.

La Porta et al. (2000) estabeleceram a importância da proteção legal dos direitos dos investidores no nível país na governança corporativa. Eles descobriram que existem diferenças significativas entre os países no que se refere ao nível de proteção dos investidores. Empresas em países com forte proteção aos acionistas possuem baixa concentração acionária e melhor acesso ao financiamento externo do que comparado com países com baixa proteção ao acionista.

Os efeitos do ambiente institucional na estrutura de capital das empresas têm chamado atenção na academia. Diversos autores pesquisaram sobre a maneira pela qual a diferença multipaís dos impostos, dos ambientes institucionais e da proteção ao investidor podem afetar a alavancagem da empresa. Cheng e Shiu (2007) analisaram empresas de 45 países e encontraram que firmas em países com melhor proteção ao credor possuem maior alavancagem, enquanto que companhias em países com maior proteção aos acionistas utilizam mais fundos de ações.

Rajan e Zingales (1995) encontraram que os níveis de alavancagem das empresas são similares entre os países, o que sugere que fatores específicos de país não explicariam as variações na estrutura de capital. Por outro lado, Demirgüç-Kunt e Maksimovic (1999) estudaram 30 países desenvolvidos e em desenvolvimento e encontraram que diferenças institucionais entre esses países explicam a variação no uso de dívidas de longo prazo.

Em uma pesquisa com 10 países emergentes, Booth et al. (2001) concluíram que a estrutura de capital da empresa não é influenciada apenas por características específicas da empresa, mas também por fatores específicos de país. Nessa mesma linha, em países europeus, Bancel e Mittoo (2004) encontraram que a política de financiamento das

empresas é influenciada tanto pelo seu ambiente institucional quanto pelas suas operações internacionais. [Jong, Kabir e Nguyen \(2008\)](#) demonstraram que os fatores específicos de país podem afetar a alavancagem em duas maneiras: (i) diretamente; e (ii) indiretamente, por meio do impacto no efeito dos fatores específicos da firma.

De acordo com [Booth et al. \(2001\)](#), para se prever o grau de alavancagem em mercados emergentes, as características da empresa são menos importantes do que as características do país. Em uma análise composta por 45 países, [Cheng e Shiu \(2007\)](#) observaram que os aspectos institucionais são tão importantes quanto as características da empresa para determinar o nível de endividamento corporativo.

Em um estudo para explicar a variação da alavancagem utilizando uma amostra de empresas de nove países do Leste Europeu, [Jõeveer \(2006\)](#) encontrou que fatores específicos da firma explicam a maior parte da variação na alavancagem das empresas listadas. O autor encontrou que cerca de metade da variação da alavancagem relacionada a fatores específicos do país é explicada por fatores macroeconômicos e institucionais conhecidos, enquanto o restante é explicado pelas diferenças institucionais não mensuráveis, como leis e cumprimento das leis.

Os estudos de estrutura de capital entre países possuem a desvantagem de que peculiaridades de certos países são eventualmente ignoradas. Apesar disso, com este tipo de pesquisa, é possível investigar questões que não poderiam ser respondidas com a análise de um único país. Nesta dissertação, averigua-se a existência de diferenças significativas dos determinantes do endividamento corporativo entre diferentes países com diferentes mecanismos externos de governança.

2.3 Governança Corporativa

Grande parte da diferença entre os sistemas de Governança Corporativa dos países se dá pela diferença na natureza da obrigação legal que os gestores têm junto aos investidores e também na maneira pela qual a justiça interpreta e faz cumprir essas obrigações ([SHLEIFER; VISHNY, 1997](#)). [La Porta et al. \(2000\)](#) identificaram que tanto a extensão legal quanto a proteção sobre os direitos de votos dos acionistas variam muito entre os países.

Como o valor investido pelos acionistas é considerado como *sunk cost*, eles possuem menor proteção quanto à expropriação do que os outros *stakeholders*. Desse modo, [Shleifer e Vishny \(1997\)](#) acreditam que, para incentivá-los a investir na empresa, é preciso garantir-lhes maior proteção, tal como a lealdade.

A principal razão pela qual investidores financiam as empresas é que eles recebem direitos de controle em troca. O financiamento externo é um contrato entre a empresa, enquanto ente legal, e seus financiadores. Se os gestores violam os termos do contrato, os

investidores têm o direito de ir à justiça para fazer cumprir seus direitos. De acordo com [La Porta et al. \(2000\)](#), entre os direitos dos acionistas que lhes garantem proteção estão aqueles de receber dividendos em termos proporcionais, votar para os diretores, participar nas reuniões de acionistas, convocar assembleias gerais extraordinárias, entre outros. Já as legislações que protegem os credores se baseiam, em grande parte, em questões sobre processos de falência e reestruturação da empresa, e incluem medidas que permitem aos credores receberem os colaterais, além de tornar mais difícil para as empresas a busca por proteção judicial em reorganização.

[Gillan \(2006\)](#) fez uma revisão da literatura recente sobre governança corporativa, e dividiu os mecanismos de governança em internos ou externos. Entre os mecanismos internos, estão classificados os incentivos gerenciais, os conselhos de administração, a estrutura de capital e as disposições estatutárias e contratuais da empresa.

2.4 Mecanismos Externos de Governança

Os mecanismos de governança no nível país melhoram a transparência das informações e mitigam os conflitos de agência ([SCHIEHLL; MARTINS, 2016](#)). A fim de garantir financiamento de acionistas e credores, a empresa precisa se comprometer, por meio de contratos, a mitigar os comportamentos oportunistas dos gerentes e dos acionistas majoritários. A efetividade desses contratos depende tanto das características da firma quando dos mecanismos externos de governança, que facilitam o monitoramento externo e o cumprimento da lei.

Os MEG são tudo aquilo que não é inerente à empresa. Em outras palavras, são instituições formais no nível país tais como leis e regulações, regras econômicas e políticas, códigos de condutas e valores, dentre outros. Em um levantamento de 192 estudos multipaís com o objetivo de sintetizar e avaliar a pesquisa empírica existente sobre a interação entre os mecanismos de governança no nível país e no nível empresa e os efeitos sobre os resultados das firmas, [Schiehll e Martins \(2016\)](#) encontraram que a interação dos mecanismos de governança no nível país e no nível da firma auxiliam na diminuição de problemas de agência.

Nesta dissertação, assume-se que os MEG que garantem proteção aos acionistas minoritários são distintos daqueles que protegem os direitos do credores. Desse modo, entende-se que eles afetam o ambiente de negociações das empresas de maneira diferente e possuem influências distintas na escolha do grau de alavancagem.

Os trabalhos multipaís sobre estrutura de capital desenvolvidos até então ([RAJAN; ZINGALES, 1995](#); [BOOTH et al., 2001](#); [CHENG; SHIU, 2007](#); [JONG; KABIR; NGUYEN, 2008](#)) analisaram a importância dos fatores específicos de país e da empresa na alavancagem, mas sem fazer a distinção e separação entre direitos do credor e proteção ao acionista.

Pesquisas anteriores ([DEMIRGÜÇ-KUNT; MAKSIMOVIC, 1999](#); [BOOTH et al., 2001](#)) encontraram que a estrutura de capital das empresas é influenciada não somente pelos fatores específicos da firma, mas também por fatores específicos de país.

Forte proteção ao credor proporciona-lhe um maior poder de *bankruptcy*. Com isso, eles possuem maior poder para forçar o pagamento da dívida, para receber os ativos que foram usados como colaterais e para assumir o controle da empresa em caso de falência, por exemplo. Isso tudo diminui o risco do crédito, de modo que o credor irá cobrar juros menores sobre a dívida. Por outro lado, não há garantias de que a diminuição do risco de crédito acarrete na proteção dos acionistas minoritários. De acordo com [Martins, Schiehl e Terra \(2015\)](#), alguns países possuem conflitos de agência relacionados à concentração de propriedade devido à fraca proteção dos acionistas minoritários e, ao mesmo tempo, possuem baixos custos de agência associados à forte proteção aos direitos dos credores.

Apesar da variação dos determinantes do grau de alavancagem já ter sido estudada entre países (e.g. [Rajan e Zingales \(1995\)](#), [Demirgüç-Kunt e Maksimovic \(1999\)](#), [Wald \(1999\)](#), [Booth et al. \(2001\)](#), [Fan, Titman e Twite \(2012\)](#)), nenhum dos trabalhos anteriores fez a distinção entre os fatores de governança no nível país separando a proteção aos acionistas minoritários dos direitos dos credores. Estes estudos encontraram evidências de que a dívida em amostras de vários países são afetados da mesma maneira e pelos mesmos tipos de variáveis. No entanto, há menos consenso sobre diferenças sistemáticas na forma como esses índices são afetados por fatores específicos de cada país.

Por exemplo, [Fan, Titman e Twite \(2012\)](#) encontraram um impacto significativo em uma pequena variação de fatores específicos de países tais como o grau de desenvolvimento bancário e o mercado de títulos e de capitais. Para isso, eles utilizaram como *proxy* a origem do sistema legal do país, os códigos de falência e sistema de impostos. [Booth et al. \(2001\)](#) estudaram 10 países em desenvolvimento com intuito de verificar se as variáveis que afetam a estrutura de capital seriam as mesmas de países desenvolvidos. Eles encontraram que existem diferenças específicas entre países que afetam a alavancagem tais como diferenças nos impostos, proteção aos investidores e ambientes institucionais. A partir desse ponto, [Cheng e Shiu \(2007\)](#) analisaram o papel das características da firma e as diferenças institucionais na estrutura de capital de 45 países. Os autores focaram a análise na diferença entre a proteção dos investidores nos países, utilizando como *proxy* para a proteção dos investidores os índices *anti-director* e *creditor rights scores* desenvolvidos em [La Porta et al. \(1998\)](#). Apesar disso, nenhum dos autores mencionados fizeram testes quando há baixa proteção aos acionistas e baixos direitos dos credores e também quando há alta proteção aos acionistas e altos direitos dos credores.

Até onde o autor deste trabalho tem conhecimento, [Cheng e Shiu \(2007\)](#) e [Jong, Kabir e Nguyen \(2008\)](#) são os únicos autores que estudaram o grau de alavancagem associado à fatores institucionais relacionados aos direitos dos investidores. Eles incorporaram diversas

variáveis específicas de país, entre elas os índices de proteção ao credor e acionista definido por [La Porta et al. \(1998\)](#), mas não controlam para a proteção do acionista minoritário e a interação entre a proteção dos investidores.

Dito isso, como diferencial neste trabalho, será analisado como os mecanismos de governança no nível país influenciam a substituição entre fundos internos e externos, na escolha de financiamento da empresa, controlando-se para a proteção dos investidores. Parte-se do princípio que a alavancagem da empresa depende dos mecanismos de governança no nível país que, por sua vez, facilitam o monitoramento externo e o cumprimento dos contratos financeiros, e esse efeito depende do nível de proteção dos acionistas e dos direitos dos credores de cada país.

2.5 Desenvolvimento de Hipóteses

A diferença na assimetria de informação entre *outsiders* e *insiders* gera incerteza sobre o retorno do valor investido. Nesta dissertação, propõe-se que a governança corporativa no nível país seja capaz de mitigar a assimetria de informação e também a discricionariedade gerencial e fricções de mercado. Acionistas minoritários podem se sentir mais propensos a ceder capital uma vez que existe uma proteção maior sobre os seus direitos, da mesma forma que os credores, quando providos de maiores direitos.

[Baker \(2009\)](#) mostrou que mudanças nas condições de mercado de capital próprio e crédito desempenham um papel importante em finanças corporativas e investimento. De acordo com o autor, tanto o efeito da demanda quanto o efeito da oferta de financiamento ajudam a explicar o porquê da existência de diferentes estruturas de capital entre as empresas e países. Na perspectiva da demanda de financiamento, as ineficiências do mercado geram implicações na decisão da empresa. Na presença de problemas de agência relacionados ao controle dos *insiders*, os *outsiders* exigem maiores retornos sobre o capital investido em contrapartida ao maior risco assumido e aos custos de monitoramento ([JENSEN; MECKLING, 1976](#); [JENSEN, 1986](#); [STULZ, 1990](#)).

Em um mercado de incertezas onde existe proteção limitada aos credores, os mesmos terão sua confiança reduzida e, em consequência, a oferta de recursos para as empresas. [La Porta et al. \(1998\)](#) encontraram que empresas em países com baixa proteção aos direitos dos investidores tendem a ter maior concentração de propriedade. Consistentemente com a discussão anterior, fatores de governança no nível país como sistemas legais, leis corporativas, regulamentação de impostos, padrões contábeis e proteção aos investidores possuem efeito nos dois extremos das finanças corporativas, a oferta e a demanda, de modo que isso impacta na estrutura de capital da empresa.

Dado que os mecanismos de governança no nível país são considerados fatores exógenos nos determinantes das decisões corporativas das empresas ([AGUILERA et al.](#),

2015; DENIS; MCCONNELL, 2003), foram feitas hipóteses a respeito da influência da governança no nível país sobre a substituição entre o fundos de financiamento externos ou internos, na decisão de investimento da empresa. Adota-se a perspectiva de que a alavancagem depende dos mecanismos externos de governança que, por sua vez, facilitam o monitoramento externo e o cumprimento dos contratos financeiros perante os investidores. Em complemento, o presente trabalho pretende verificar se as empresas utilizam a Teoria de *Pecking Order* para a escolha da estrutura de capital.

Diferentemente dos estudos já citados, nesta dissertação é feita uma distinção entre os mecanismos de governança no nível país que afetam o nível da proteção dos acionistas minoritários dos mecanismos que afetam os direitos dos credores. Essa distinção captura melhor as diferenças entre os países em termos de discricionariedade gerencial sobre a alavancagem e informação assimétrica entre acionistas, credores e gestores.

Quando os sistemas de governança corporativa não são suficientes para mitigar os problemas de agência das empresas, as práticas regulatórias e legais auxiliam na resolução de problemas entre *insiders* e *outsiders*. Por isso, os MEG surgem como uma maneira alternativa de se reduzir a assimetria informacional, discricionariedade gerencial e ajudar no monitoramento externo. Em particular, instituições formais tais como legislações corporativas, padrões contábeis, regulamentação sobre *takeovers*, entre outras, são exemplos de mecanismos de proteção legal, que servem para preservar os interesses dos investidores (LA PORTA et al., 2000; LA PORTA et al., 2002).

Considerou-se que os mecanismos de governança no nível país assumem duas posições: alta ou baixa proteção aos investidores. Partindo-se do princípio de que o nível de proteção dos acionistas é independente do nível de proteção ao credor, é possível fazer um quadro com quatro combinações com alta e baixa proteção dos investidores, o que deu origem à Tabela 1.

Existem duas situações particulares, nas quais a proteção ao acionista e os direitos dos credores não andam na mesma direção. Existem países com alta proteção ao credor e baixa proteção ao acionista e também países em situação oposta. Nos países em que há forte proteção aos acionistas e baixos direitos dos credores, os custos de agência são diminuídos e o credor não possui informação e, ainda, tem baixo poder de *enforcement*. Deste modo, é possível construir a primeira hipótese a ser testada.

H₁: Em um cenário de alta proteção ao acionista e baixos direitos aos credores, há uma relação negativa entre proteção ao acionista e alavancagem.

Já nos países que possuem alta proteção aos credores e baixa proteção ao acionista, o oposto acontece. Os credores possuem informações e maior poder de *enforcement*, enquanto os acionistas sofrem com altos custos de agência. Assim, a segunda hipótese a ser testada

Tabela 1 – Cenários com alta e baixa proteção aos investidores

Descrição dos cenários em relação à proteção dos investidores de acordo com o seu nível, se alto ou baixo.

	Baixa Proteção ao Acionista	Alta Proteção ao Acionista
Altos Direitos aos Credores	A assimetria de informação é menor pois os credores possuem informações e maior poder de <i>enforcement</i> . Isso acarreta na diminuição de custo de dívida. Apesar disso, os <i>managers</i> ainda podem apresentar comportamentos não desejáveis devido aos custos de agência.	Credores têm acesso à informação e maior poder de <i>enforcement</i> , enquanto os acionistas possuem recursos para forçar o bom comportamento dos <i>insiders</i> .
Baixos Direitos aos Credores	Credores têm baixo poder de <i>enforcement</i> e não têm informação e os acionistas não conseguem forçar o comportamento dos <i>insiders</i> . Com isso, a empresa possui acesso restrito ao mercado de crédito e de ações e devem fazer uso da POT.	Os credores não possuem informação e têm baixo poder de <i>enforcement</i> , mas os acionistas conseguem controlar o comportamento dos <i>managers</i> , o que diminui os custos de agência.

é:

H_2 : Em um cenário com baixa proteção aos acionistas e altos direitos dos credores existirá uma relação positiva entre proteção ao credor e alavancagem.

Proteção aos acionistas e direitos dos credores podem melhorar ao mesmo tempo. Nesse caso, tanto os acionistas minoritários quanto os credores serão bem protegidos pelos MEG (MARTINS; SCHIEHL; TERRA, 2015). Nesse ambiente, hipotetiza-se que o grau de alavancagem da empresa não seja influenciado apenas pelos MEG. Deste modo, espera-se que tanto os fatores de governança no nível país e no nível da firma influenciem na escolha entre fundos internos e fundos externos de financiamento. Com altos níveis de proteção aos investidores, hipotetiza-se que o grau de alavancagem será afetado.

Beck, Demirgüç-Kunt e Levine (2003), La Porta et al. (1998) e La Porta et al. (2000) argumentaram que a proteção legal dos acionistas e credores aumenta o fluxo de investimentos e a disponibilidade de financiamento externo para as empresas. Portanto, com maior proteção aos investidores, a escolha pelo nível de alavancagem se dá de modo a maximizar o valor a firma.

H₃: *No caso com alta proteção aos outsiders, haverá impacto na alavancagem, porém o nível de endividamento é ambíguo. Empresas escolhem sua alavancagem de forma a maximizar seu valor.*

De acordo com Jensen e Meckling (1976), os problemas de subinvestimento ficam mais severos à medida que os interesses dos *managers* se tornam mais alinhados aos interesses dos acionistas. Quando tanto a alavancagem quanto os incentivos concedidos aos *managers* são altos, os custos de subinvestimento se tornam maiores do que os benefícios de se mitigar o conflito entre acionistas minoritários e *managers*. De acordo com esse *trade-off*, os acionistas não desejam que a alavancagem e os incentivos gerencias sejam ambos altos.

Alguns países possuem menor proteção aos investidores. Nesse caso, tanto acionistas minoritários quanto credores não estarão dispostos a fornecer capital para empresa, a menos que sejam bem remunerados para isso. Com esse cenário, tem-se a última hipótese a ser testada:

H₄: *Quando a proteção aos investidores é baixa, a empresa seguirá a POT na sua estrutura de capital e o nível de alavancagem é ambíguo.*

3 Método

A seleção inicial da amostra foi composta pelos 49 países que estão incluídos no trabalho de [La Porta et al. \(1998\)](#). Essa escolha deu-se pelo fato do trabalho desses autores incluir informações no nível país sobre a proteção dos credores e acionistas. Em seguida, fez-se o levantamento de dados de todas as empresas listadas publicamente, entre os anos de 2005 e 2014, listadas no Bureau Van Dijk ORBIS, com base no ano fiscal de 2014. Os dados utilizados são provenientes dos demonstrativos financeiros da empresa, com observações anuais. As informações no nível macroeconômico foram retiradas do site do Banco Mundial (inflação e PIB per capita) e do site *Trading Economics* (Alíquota do Imposto de Renda Empresarial).

Em conformidade com [Almeida e Campello \(2007\)](#), procedeu-se com a limpeza dos dados, excluindo-se da amostra:

- Empresas financeiras;
- Empresas com Patrimônio Líquido negativo;
- Empresas com capital social menor do que US\$ 5 milhões de dólares (dólares de 2014) por ser firmas consideradas pequenas;
- Empresas com crescimento de ativos totais ou vendas brutas maior do que 100% de um ano para o outro, por ser indicativo de fusão, aquisição ou reorganização;
- Empresas com Q de Tobin negativo ou maior do que 10, o que sugere erro de medida;
- Empresas que não possuíam um mínimo de três anos consecutivos de informações.

Em função desses critérios, acabaram sendo excluídos o Chile, o Uruguai e a Venezuela. Devido à falta de informações sobre a proteção do credor, mais seis países tiveram que ser eliminados da amostra: Índia, Quênia, Nigéria, Paquistão, Taiwan e Zimbábwe. Para o tratamento de *outliers*, optou-se pela winsorização de 1% de cada extremo da cauda, das variáveis ROA, desvio padrão do ROA e tangibilidade. A amostra final é composta por 40 países e engloba um total de 12.968 empresas e 124.138 observações.

3.1 Variáveis de Medida

As variáveis escolhidas para compor a estrutura da regressão são baseadas na Teoria de *Pecking Order*. A variável dependente é o grau de alavancagem financeira, que no presente estudo será medido da seguinte maneira:

$$\text{Alavancagem} = \frac{\text{Dívida Total}_t}{\text{Ativos Totais}_t} = \frac{\text{Dívida de Curto Prazo}_t + \text{Dívida de Longo Prazo}_t}{\text{Ativos Totais}_t}$$

Para considerar as diferenças entre a proteção dos investidores, assim como no trabalho de [Martins, Schiehl e Terra \(2015\)](#), foram criados dois indicadores: um de proteção ao credor e outro de proteção ao acionista. No intuito de analisar a influência da proteção dos acionistas e credores na alavancagem, utilizou-se os índices encontrados na literatura para compor os indicadores. A descrição de cada índice utilizado bem como o autor que o desenvolveu se encontra na Tabela 2.

O indicador de proteção dos credores é a soma de cinco fatores de governança no nível país que são relacionados com reserva legal, cumprimento da dívida e do contrato e compartilhamento de informações ([LA PORTA et al., 1998](#); [DJANKOV et al., 2003](#); [DJANKOV; MCLIESH; SHLEIFER, 2007](#); [DJANKOV et al., 2008](#)). De maneira similar, o indicador de proteção aos acionistas é computado como sendo a soma de cinco fatores de governança no nível país relacionados com dividendos obrigatórios, requerimentos de *disclosure*, padrão de responsabilidade, *anti-self-dealing* e índice de direitos ([LA PORTA et al., 1998](#); [LA PORTA; SILANES; SHLEIFER, 2006](#); [DJANKOV et al., 2008](#)). Ambos os indicadores variam entre 0 e 5.

A fim de classificar os países de acordo com o nível de proteção dado a cada grupo de investidor, construiu-se uma *dummy* de direito de credores e uma *dummy* de proteção aos acionistas, a partir da mediana dos índices. Desse modo, as *dummies* criadas tiveram a seguinte construção:

$$D_{\text{acionista}} = \begin{cases} 1 & \text{se } D_{\text{acionista}} > \text{medianap}_{\text{acionista}} \\ 0 & \text{caso contrário} \end{cases}$$

$$D_{\text{credor}} = \begin{cases} 1 & \text{se } D_{\text{credor}} > \text{medianap}_{\text{credor}} \\ 0 & \text{caso contrário} \end{cases}$$

De posse da mediana dos índices criados, foi possível dividir o eixo cartesiano, cujo eixo X representa a proteção do acionista minoritário e o eixo Y , os direitos dos credores, em quatro quadrantes, conforme Figura 1.

Tabela 2 – Índices utilizados para compor os indicadores

Lista, descrição e autores dos índices utilizados para compor os indicadores de proteção dos acionistas e credores.

Indicadores	Índices	Descrição	Autores
Direito dos Credores	Reserva Legal	Quanto maior a reserva legal, mais protegidos estão os credores. Essa variável varia entre 0 e 1.	La Porta et al. (1998)
	Cumprimento de contrato	Qtde de dias para resolver um problema na justiça. Utilizou-se $1/\ln(\# \text{dias})$. O valor varia entre 0.14 e 0.51.	Djankov et al. (2003)
	Direito dos Credores	Índice que agrega diferentes direitos dos credores. Varia entre 0 e 1.	Djankov, McLiesh e Shleifer (2007)
	Compartilhamento de Informações	Igual a 1 se um <i>public registry</i> ou <i>private bureau</i> opera no país e 0 caso contrário.	Djankov, McLiesh e Shleifer (2007)
	Cumprimento do Débito	Valor estimado que foi recuperado através do <i>debt enforcement</i> . Varia entre 0 e 1.	Djankov et al. (2008)
Proteção aos Acionistas	Dividendos Obrigatórios	Porcentagem do Lucro Líquido que a empresa deve distribuir de dividendos. Varia entre 0 e 1.	La Porta et al. (1998)
	Requerimentos de Disclosure	Nível de disclosure obrigatório sobre as atividades da empresa. Varia entre 0 e 1.	La Porta, Silanes e Shleifer (2006)
	Padrão de Responsabilidade	Como as leis regulam as emissões de novas ações. Varia entre 0 e 1.	La Porta, Silanes e Shleifer (2006)
	<i>Anti-self-dealing</i>	Suporte à proteção ao acionista minoritário contra o <i>self-dealing</i> do acionista controlador. Varia entre 0 e 1.	Djankov et al. (2008)
	Índice de direitos <i>anti-directors</i>	Índice agregado sobre os direitos dos acionistas, com base no índice original de anti-directors rights construído por La Porta et al. (1998) . Varia entre 0 e 1.	Djankov et al. (2008)

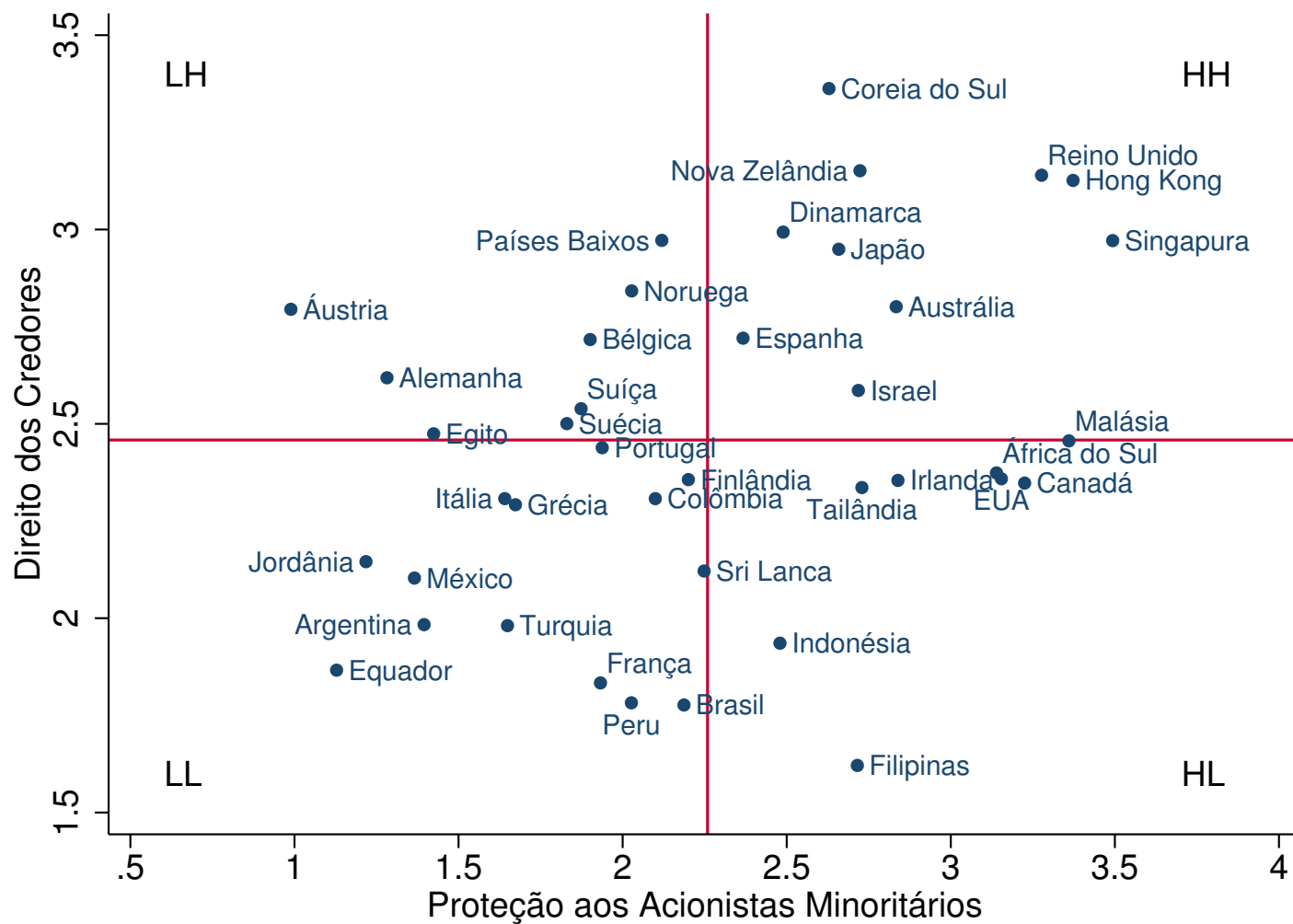


Figura 1 – Dispersão dos países em relação à proteção dos investidores

O quadrante correspondente à $D_{\text{acionista}} = D_{\text{credor}} = 1$ será denotado por HH em conotação à *high high*, pois representa países que possuem alta proteção aos dois grupos de investidores. De maneira similar, o quadrante correspondente à $D_{\text{acionista}} = D_{\text{credor}} = 0$ será denotado por LL em conotação à *low low*, pois representa países que possuem baixa proteção aos dois grupos de investidores. Já o quadrante identificado por $D_{\text{acionista}} = 0$ e $D_{\text{credor}} = 1$, será denotado por LH, pois representa países que possuem baixa proteção aos acionista e alta proteção aos credores. Por fim, o quadrante no qual $D_{\text{acionista}} = 1$ e $D_{\text{credor}} = 0$, será denotado por HL, pois representa países que possuem alta proteção aos acionistas e baixa proteção aos credores. Uma *dummy* foi criada para cada um desses quadrantes.

De maneira objetiva as dummies de quadrante foram construídas como se segue:

$$D_{\text{HH}} = \begin{cases} 1 & \text{se } D_{\text{acionista}} = 1 \text{ e } D_{\text{credor}} = 1 \\ 0 & \text{caso contrário} \end{cases}$$

$$D_{\text{LL}} = \begin{cases} 1 & \text{se } D_{\text{acionista}} = 0 \text{ e } D_{\text{credor}} = 0 \\ 0 & \text{caso contrário} \end{cases}$$

$$D_{\text{LH}} = \begin{cases} 1 & \text{se } D_{\text{acionista}} = 0 \text{ e } D_{\text{credor}} = 1 \\ 0 & \text{caso contrário} \end{cases}$$

$$D_{\text{HL}} = \begin{cases} 1 & \text{se } D_{\text{acionista}} = 1 \text{ e } D_{\text{credor}} = 0 \\ 0 & \text{caso contrário} \end{cases}$$

A correlação do tipo *pairwise* entre os dois índices de proteção elaborados foi de 0.3584, o que é considerado como correlação baixa. Isso sugere que os dois índices de proteção aos investidores medem fatores distintos na governança no nível país. Fazendo-se a distinção dos países de acordo com a sua origem legal, a correlação do tipo *pairwise* entre o índice de proteção do credor e o índice de proteção ao acionista minoritário foi de 0.4081, -0.0191 , 0.6549 e 0.5144 para países com origem legal inglesa, francesa, alemã e escandinávia, respectivamente.

A distribuição dos países em relação aos índices de proteção aos investidores e à sua origem legal encontra-se na Figura 2. É possível observar que os países de origem legal francesa se concentram primariamente no quadrante LL, enquanto que os países com origem legal inglesa estão distribuídos nos dois quadrantes com alta proteção aos acionistas. Os países com origem legal alemã, por sua vez, concentram-se nos quadrantes que proporcionam alta proteção aos direitos dos credores. Os países com origem legal escandinava estão distribuídos entre os quadrantes, sem apresentar nenhum tipo de padrão a priori.

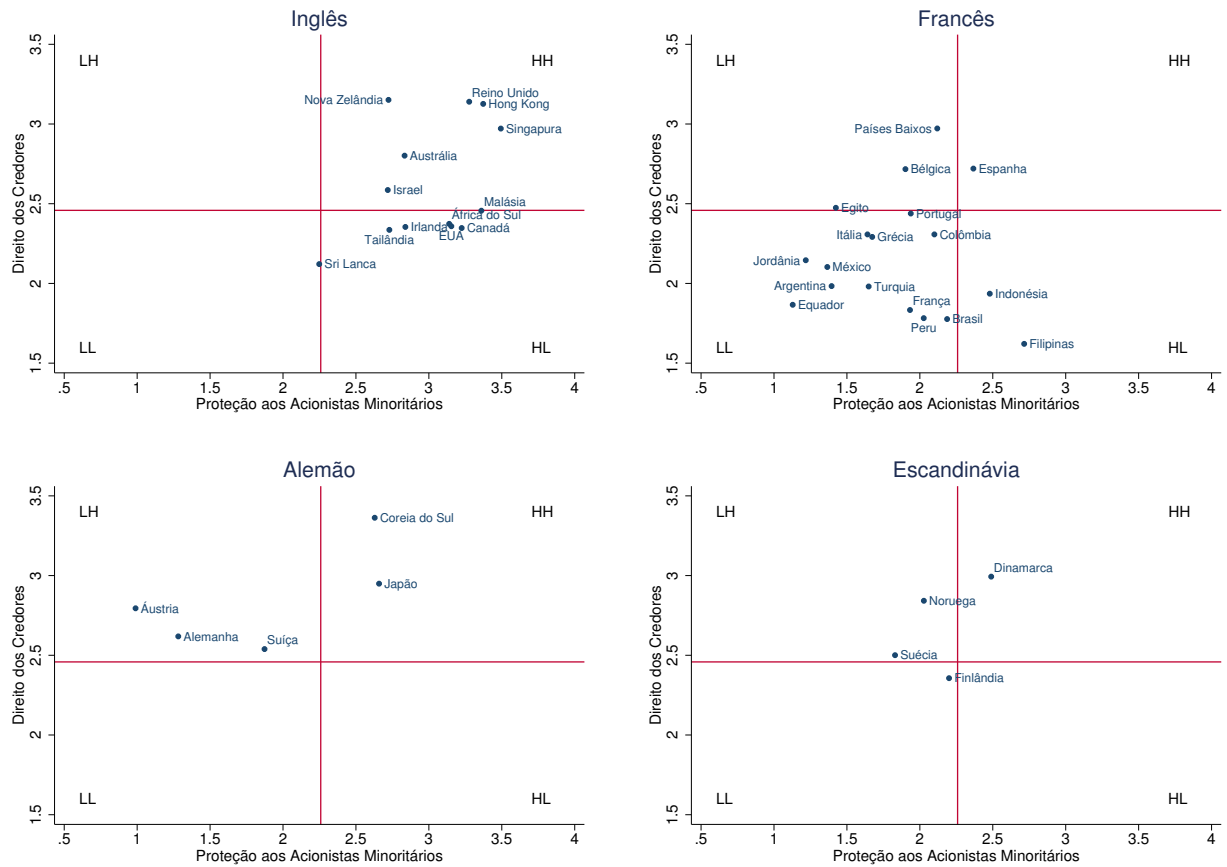


Figura 2 – Países distribuídos de acordo com a sua origem legal

3.2 Características da Firma

Baseando-se em trabalhos anteriores sobre estrutura de capital, foram selecionadas seis características das empresas que podem estar correlacionadas com alavancagem: oportunidades de crescimento, tamanho da empresa, lucratividade, incerteza do negócio, tangibilidade dos ativos e setor de atividade.

A Teoria de *Pecking Order* propõe que a oportunidade de crescimento pode apresentar uma relação positiva ou negativa com o endividamento. Empresas com grandes oportunidades de crescimento tendem a manter um nível baixo de endividamento para não prejudicarem sua capacidade de crédito. Por outro lado, considerando que esse crescimento requer investimentos, tem-se também uma utilização maior de endividamento para financiar esses novos investimentos.

Em relação ao tamanho da empresa, [Bhaduri \(2002\)](#) acredita que este é um dos principais fatores da determinação da estrutura da capital, especialmente quando as decisões de financiamento são tomadas depois de se considerar os custos de transação. Existiria, portanto, uma relação positiva entre tamanho da empresa e alavancagem.

Assim como em [Titman e Wessels \(1988\)](#), esta pesquisa controla para a lucratividade

da empresa. Uma maior lucratividade aumenta o montante de capital disponível. De acordo com a Teoria de *Pecking Order*, devido à assimetria de informação, as empresas dão preferência ao financiamento por meio de lucros retidos. Portanto, espera-se que a lucratividade seja negativamente relacionada com a alavancagem. Utilizou-se o lucro antes do imposto de renda (LAIR) das empresas como forma de classificar essa capacidade de gerar lucros.

A incerteza do negócio é dada pela volatilidade dos resultados financeiros da empresa. Titman e Wessels (1988) apontam estudos que sugerem que a proporção ótima de endividamento da empresa é uma função decrescente em relação à volatilidade dos lucros. Desse modo, empresas com resultados financeiros mais voláteis, deveriam ser menos alavancadas. Como *proxy* para tal, calculou-se o desvio padrão amostral da lucratividade por empresa.

De acordo com Booth et al. (2001), a tangibilidade dos ativos da empresa funciona como uma *proxy* para os custos de agência. Se uma grande quantidade dos ativos da empresa for tangível, eles podem ser utilizados como colateral do empréstimo e, assim, diminuir os custos de agência da dívida (RAJAN; ZINGALES, 1995). Assim, quanto maior a proporção de ativos tangíveis no Balanço Patrimonial da empresa, mais propensos os credores estarão de financiar a empresa. Espera-se, portanto, que essa relação seja positiva.

O setor de atividade de cada empresa será incluído como uma variável explicativa, devido aos possíveis efeitos sistemáticos que a natureza da atividade da empresa pode ter sobre a sua alavancagem. Utilizou-se a classificação de 48 Indústrias de Fama-French.²

A Tabela 3 sumariza as variáveis utilizadas no trabalho com sua respectiva *proxy*.

3.3 Fatores Específicos de País

A dispersão da alavancagem entre os países encontrada na literatura sugere que alguns fatores específicos dos países auxiliem na explicação da variação da estrutura de capital. Nesta dissertação, considerou-se os seguintes fatores no nível país: desenvolvimento econômico, inflação, impostos, indicador de proteção ao credor, indicador de proteção ao investidor.

Por se tratar de uma amostra com empresas em países de diferentes níveis de desenvolvimento econômico, procurou-se esclarecer se empresas em mercados desenvolvidos, emergentes e subdesenvolvidos possuem alavancagem diferentes. Para tanto utilizar-se-á o PIB per capita como *proxy* para o desenvolvimento econômico, disponibilizado pelo site do Banco Mundial.

² Mais detalhes em: <http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/Data_Library/det_48_ind_port.html>

Tabela 3 – Proxy utilizada para as variáveis

Lista de variáveis utilizadas no modelo com sua respectiva *proxy*.

Variável	Fórmula
Alavancagem	$\frac{\text{Dívida Total}_t}{\text{Ativos Totais}_t}$
Oportunidade de crescimento	Q de Tobin = $\frac{\text{Market Capitalization}_t}{\text{Shareholders equity}_t}$
Tamanho	$\text{Log}(\text{vendas}_t)$
Lucratividade	$\text{ROA} = \frac{\text{LAIR}_t}{\text{Ativos Totais}_t}$
Incerteza do negócio	Desvio Padrão ROA = $\sqrt{\frac{\sum_{t=1}^N (\text{ROA}_{it} - \overline{\text{ROA}_i})^2}{N - 1}}$
Tangibilidade	$\frac{\text{Ativos Permanentes}_t}{\text{Ativos Totais}_t}$
Desenvolvimento Econômico	PIB per capita _t
Impostos	Alíquota do Imposto de Renda Empresarial
Inflação	Inflação Anual

Para [Fan, Titman e Twite \(2012\)](#) e [Demirgüç-Kunt e Maksimovic \(1999\)](#), a inflação é um controle macroeconômico importante para os contratos financeiros, especialmente em países menos desenvolvidos. Uma inflação alta aumenta os custos de emissão da dívida, de modo que as empresas ficam menos propensas ao endividamento.

De acordo com [Modigliani e Miller \(1963\)](#), um motivo para as empresas darem preferência ao crédito como forma de financiamento se deve ao benefício fiscal da dívida. [Cheng e Shiu \(2007\)](#) afirmam que utilizar o imposto efetivo como uma *proxy* para o benefício fiscal sofre a desvantagem de que o imposto efetivo também é uma *proxy* para a lucratividade, uma vez que empresas menos lucrativas pagam menos impostos. Seguindo o que foi proposto por [Cheng e Shiu \(2007\)](#), nesta dissertação será analisado o impacto da alavancagem pelos impostos no nível país. Para tanto, utilizar-se-á a alíquota do Imposto

de Renda Empresarial³. Em países com maior alíquota de Imposto de Renda Empresarial, é esperado que as empresas deem preferência à dívida quando do levantamento de capital. Ainda seguindo o proposto por [Cheng e Shiu \(2007\)](#), será utilizada uma dummy para os países que permitem *loss carrybacks*⁴. De acordo com os autores, a utilização de *loss carrybacks* funciona como um substituto do benefício fiscal, de modo que empresas em países que permitem essa utilização utilizam menos dívidas.

3.4 Modelo Empírico

Na literatura não existe um modelo que seja definitivo (ou unânime) para analisar a estrutura de capital e os seus determinantes. O presente trabalho abordou a metodologia de dados em painel. O modelo é baseado no artigo de [Cheng e Shiu \(2007\)](#), porém com alguns acréscimos relacionados à proteção do investidor, além de variáveis macroeconômicas e características da firma. Ele é representado pela equação abaixo:

$$\begin{aligned} Alavancagem = & \beta_0 + \beta_1 \mathbf{X}_{it} + \beta_2 \mathbf{W}_t + \beta_3 D_{HH} + \beta_4 D_{HL} + \beta_5 D_{LH} + \\ & \beta_6 Tangibilidade_{it} * D_{HH} + \beta_7 Tangibilidade_{it} * D_{HL} + \\ & \beta_8 Tangibilidade_{it} * D_{LH} + \epsilon_{it} \end{aligned} \quad (3.1)$$

Nos quais:

$$\begin{aligned} \beta_1 \mathbf{X}_{it} = & \alpha_1 Oportunidade\ de\ crescimento_{it} + \alpha_2 Tamanho_{it} + \\ & \alpha_3 Lucratividade_{it} + \alpha_4 Incerteza\ do\ negócio_{it} + \\ & \alpha_5 Tangibilidade_{it} \end{aligned} \quad (3.2)$$

$$\begin{aligned} \beta_2 \mathbf{W}_t = & \gamma_1 Desenvolvimento\ Econômico_t + \gamma_2 Inflação_t + \\ & \gamma_3 Alíquota\ de\ IR\ Jurídico_t + \gamma_4 D_{Loss\ Carryback} \end{aligned} \quad (3.3)$$

\mathbf{X}_{it} é um vetor composto pelas variáveis específicas da firma, \mathbf{W}_t representa o vetor das variáveis macroeconômicas e β_i é um vetor composto pelos coeficientes da regressão. Subscritos i e t representam a empresa i no período t . As interações da variável de

³ A proxy mais adequada para o benefício fiscal da dívida seria a fórmula desenvolvida em [Miller \(1977\)](#), a saber: $1 - \frac{(1 - \tau_c)(1 - \tau_s)}{(1 - \tau_d)}$. Isso se deve ao fato dela não levar em consideração apenas a alíquota imposto de renda corporativo, τ_c , mas também a tributação de pessoas físicas sobre dividendos recebidos ou ganhos de capital com ações, τ_s , e a alíquota efetiva de pessoa física incidente sobre rendimentos de juros, τ_d . Devido à dificuldade de obter tais informações para os países estudados, o presente trabalho utilizou a Alíquota do Imposto de Renda Empresarial.

⁴ *Loss carryback* é uma técnica de contabilidade na qual a empresa carrega os prejuízos de maneira retroativa para os rendimentos do ano anterior, a fim de reduzir passivos fiscais presentes naquele ano anterior.

tangibilidade com as *dummies* dos quadrantes no nível de proteção dos investidores fizeram-se necessárias pois, em países com alta proteção aos direitos dos credores, como o *enforcement* das leis é maior (DJANKOV et al., 2003; DJANKOV et al., 2008), é possível que o nível de endividamento dependa mais dos ativos tangíveis. De maneira similar, em países com baixa proteção aos credores, um alto valor de ativos tangíveis pode não ter muita influência com o nível de alavancagem. O modelo de regressão foi utilizado com dados em painel desbalanceado, com efeitos fixos (FE) de ano e indústria, e com cluster de país.

A Tabela 4 contempla as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas na regressão, no nível das empresas. É possível notar o alto desvio padrão das variáveis, evidenciando uma heterogeneidade na amostra. A Tabela 5, por sua vez, apresenta as variáveis descritivas por país. É possível observar que a média de alavancagem financeira dos países é cerca de 40%. Graham, Leary e Roberts (2015), em um estudo sobre o comportamento da alavancagem das empresas americanas nos últimos 100 anos, observaram um aumento na quantidade de alavancagem das empresas, com pico de 47% nos anos 90. Portugal é o país com maior alavancagem média, de cerca de 60%, enquanto a Colômbia ocupa a posição de menor nível de alavancagem média, de cerca de 20%.

A alíquota do Imposto de Renda Empresarial, importante fator para o benefício fiscal de dívida, possui menor valor na Irlanda (12.5%) e maior valor nos EUA e Japão, em torno de 39%. Conforme mostrado na Tabela 4, a média da alíquota do Imposto de Renda Empresarial na amostra é de 30%, o que indica que, em média, as empresas possuem incentivo de usar dívida devido ao benefício fiscal que ela proporciona. O crescimento do PIB apresentou valores bem extremos, com mínimo de -37% e máximo de 67%. Isso sugere que a amostra engloba países desenvolvidos, mercados emergentes, países em crescimento e em retração.

Em termos de representatividade dos países na amostra, cerca de 20% das empresas são do Japão, seguido de quase 11% das firmas provenientes da Coreia de Sul. Filipinas foi o país menos representado na amostra, com apenas 0.1% do total.

Tabela 4 – Estatística Descritiva das Variáveis

A Tabela apresenta as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas no modelo. A descrição da *proxy* utilizada para cada variável está listada na Tabela 3.

Variável	Mín	Máx	Média	Desvio Padrão	N
Alavancagem Financeira	0.0000	1.0425	0.3962	0.2052	92,447
Oportunidade de Crescimento	0.0000	10.0000	1.6712	1.4750	92,844
Tamanho	5.6864	27.0377	19.0036	2.2634	89,438
Lucratividade	-0.6006	0.3896	0.0356	0.1281	108,846
Incerteza do Negócio	0.0010	0.4584	0.0675	0.0577	121,863
Tangibilidade	0.0007	0.9199	0.2938	0.2318	109,230
Alíquota do IR Empresarial (%)	0.1250	0.4069	0.3062	0.0687	124,138
Crescimento PIB	-0.3709	0.6726	0.0350	0.0924	111,170
Inflação (%)	-0.0599	0.2934	0.0216	0.0332	124,138

Tabela 5 – Média das Variáveis Descritivas por País

A Tabela apresenta a média das variáveis utilizadas no modelo, por país, bem como a quantidade de empresas e observações por país e sua representatividade na amostra como um todo. A descrição da *proxy* utilizada para cada variável está listada na Tabela 3.

País	Alavancagem	Oportunidade de Crescimento	Tamanho	Lucratividade	Incerteza	Tangibilidade	Loss Carryback	Impostos	Desenvolvimento Econômico	Inflação	Quantidade de Empresas	% de Empresas	N	% N
África do Sul	0.4005	2.1509	19.1093	0.1099	0.0890	0.2893	0.0000	0.3404	0.0153	0.0672	130	1.00	1,248	1.01
Alemanha	0.4119	1.8473	19.4601	0.0427	0.0670	0.2244	1.0000	0.3225	0.0335	0.0123	419	3.23	3,996	3.22
Argentina	0.4286	1.2829	18.8935	0.0749	0.0696	0.4335	0.0000	0.3500	0.0793	0.1775	51	0.39	488	0.39
Austrália	0.3504	2.0396	18.5688	0.0014	0.1140	0.2340	0.0000	0.3000	0.0675	0.0353	588	4.53	5,280	4.25
Áustria	0.4459	1.6391	19.9006	0.0476	0.0513	0.3074	0.0000	0.2500	0.0294	0.0185	54	0.42	528	0.43
Brasil	0.4270	1.7001	20.3298	0.0674	0.0544	0.3170	0.0000	0.3400	0.0917	0.0755	188	1.45	1,805	1.45
Bélgica	0.4793	1.8407	19.7240	0.0370	0.0600	0.2654	0.0000	0.3400	0.0245	0.0172	87	0.67	851	0.69
Canadá	0.2289	1.9086	18.3276	-0.0709	0.1141	0.4539	1.0000	0.3019	0.0376	0.0219	1,077	8.31	9,433	7.60
Colômbia	0.2059	1.1920	16.2661	0.0381	0.0373	0.3933	0.0000	0.3190	0.0864	0.0445	28	0.22	279	0.22
Coreia do Sul	0.4184	1.3155	18.7036	0.0357	0.0647	0.3250	0.0000	0.2530	0.0395	0.0170	1,485	11.45	14,767	11.90
Dinamarca	0.4478	2.1781	19.0561	0.0280	0.0801	0.3019	0.0000	0.2557	0.0229	0.0212	95	0.73	887	0.71
EUA	0.3681	2.3659	19.7591	0.0363	0.0857	0.2708	1.0000	0.3921	0.0231	0.0196	789	6.08	7,518	6.06
Egito	0.3850	1.7062	17.5166	0.0952	0.0507	0.3897	0.0000	0.2152	0.1092	0.1098	122	0.94	1,183	0.95
Equador	0.3393	1.8681	17.0910	0.1287	0.0524	0.4165	0.0000	0.2412	0.0825	0.0606	13	0.10	123	0.10
Espanha	0.5112	2.0545	20.1760	0.0372	0.0539	0.3248	0.0000	0.3126	0.0101	0.0143	90	0.69	866	0.70
Filipinas	0.3492	1.6555	18.1955	0.0723	0.0607	0.3087	0.0000	0.3169	0.0921	0.0397	113	0.87	1,067	0.86
Finlândia	0.4980	2.0139	19.9979	0.0581	0.0616	0.2421	0.0000	0.2510	0.0236	0.0197	96	0.74	955	0.77

Continua na próxima página. . .

Tabela 5 – Continuação

País	Alavancagem	Oportunidade de Crescimento	Tamanho	Lucratividade	Incerteza	Tangibilidade	Loss Carryback	Impostos	Desenvolvimento Econômico	Inflação	Quantidade de Empresas	% de Empresas	N	% N
França	0.4921	1.8771	19.1402	0.0359	0.0602	0.1653	1.0000	0.3347	0.0200	0.0136	512	3.95	4,914	3.96
Grécia	0.4656	1.1815	18.5468	0.0234	0.0502	0.3998	0.0000	0.2531	-0.0079	0.0136	135	1.04	1,249	1.01
Hong Kong	0.3577	1.3412	19.6316	0.0613	0.0593	0.2437	0.0000	0.1680	0.0443	0.0159	119	0.92	1,166	0.94
Indonésia	0.4310	1.9531	18.5337	0.0753	0.0538	0.3681	0.0000	0.2725	0.1024	0.1018	290	2.24	2,760	2.22
Irlanda	0.4038	2.3715	20.5112	0.0426	0.0641	0.2132	1.0000	0.1250	0.0029	-0.0001	53	0.41	481	0.39
Israel	0.4751	1.7561	18.3549	0.0285	0.0653	0.1824	0.0000	0.2728	0.0631	0.0200	264	2.04	2,533	2.04
Itália	0.5269	1.6997	19.8362	0.0329	0.0502	0.2359	0.0000	0.3317	0.0083	0.0160	174	1.34	1,708	1.38
Japão	0.4151	1.2264	19.9875	0.0484	0.0397	0.2738	0.0000	0.3965	-0.0025	-0.0089	2,565	19.78	25,449	20.50
Jordânia	0.2971	1.6813	16.6586	0.0424	0.0564	0.4140	0.0000	0.1966	0.0919	0.0692	94	0.72	888	0.72
Malásia	0.3452	1.1224	17.9215	0.0500	0.0623	0.3285	0.0000	0.2594	0.0755	0.0385	614	4.73	5,720	4.61
México	0.3935	1.8770	20.6444	0.0689	0.0506	0.4000	0.0000	0.2929	0.0246	0.0455	76	0.59	747	0.60
Noruega	0.4687	1.9086	19.1199	0.0192	0.0899	0.2992	1.0000	0.2790	0.0363	0.0448	123	0.95	1,178	0.95
Nova Zelândia	0.3748	2.0716	18.6772	0.0465	0.0692	0.3681	0.0000	0.3016	0.0462	0.0266	81	0.62	770	0.62
Países Baixos	0.5074	2.1401	20.9543	0.0514	0.0676	0.2344	1.0000	0.2632	0.0225	0.0141	86	0.66	833	0.67
Peru	0.3358	1.3995	18.4351	0.0990	0.0575	0.5421	0.0000	0.3000	0.0945	0.0343	87	0.67	829	0.67
Portugal	0.6056	1.6649	20.4464	0.0308	0.0396	0.2990	0.0000	0.2531	0.0156	0.0157	39	0.30	383	0.31
Reino Unido	0.3850	2.2452	18.7450	0.0196	0.0862	0.2286	1.0000	0.2699	0.0112	0.0242	814	6.28	7,680	6.19
Singapura	0.4155	1.3902	18.2571	0.0568	0.0843	0.2566	0.0000	0.1808	0.0659	0.0142	448	3.45	4,367	3.52
Sri Lanka	0.3279	1.5904	16.8567	0.0773	0.0537	0.4987	0.0000	0.3150	0.1243	0.1024	135	1.04	1,198	0.97

Continua na próxima página...

Tabela 5 – Continuação

País	Alavancagem	Oportunidade de Crescimento	Tamanho	Lucratividade	Incerteza	Tangibilidade	Loss Carryback	Impostos	Desenvolvimento Econômico	Inflação	Quantidade de Empresas	% de Empresas	N	% N
Suécia	0.4454	2.4350	18.5543	0.0041	0.0953	0.1440	0.0000	0.2615	0.0309	0.0171	272	2.10	2,549	2.05
Suíça	0.3938	2.2835	20.2066	0.0540	0.0606	0.2604	0.0000	0.1923	0.0467	0.0067	153	1.18	1,493	1.20
Tailândia	0.4280	1.8332	18.5183	0.0748	0.0650	0.3680	0.0000	0.2729	0.0765	0.0303	290	2.24	2,820	2.27
Turquia	0.2758	1.8647	16.9458	0.0503	0.0649	0.3167	0.0000	0.2097	0.0375	0.0755	119	0.92	1,149	0.93
Total	0.3962	1.6712	19.0036	0.0356	0.0675	0.2938	0.2903	0.3062	0.0350	0.0216	12,968	100	124,138	100

4 Resultados

Regrediu-se a alavancagem financeira com as variáveis explicativas descritas previamente. Para a tabela não ficar extensa, omitiu-se os coeficientes dos FE de Ano e Indústria. Os resultados das regressões se encontram na Tabela 6. A primeira corresponde a um OLS com cluster por país, a segunda a um OLS com cluster de país incluindo-se a interação entre Tangibilidade e as *dummies* dos quadrantes e, nas três últimas, os efeitos fixos de ano e indústria foram acrescentados.

Como resultado, foi encontrada uma relação negativa entre alavancagem e lucratividade, o que sugere que o endividamento ocorre após o esgotamento dos recursos próprios, e uma relação positiva entre endividamento e oportunidades de investimentos, que indica que as empresas que investem mais apresentam um maior endividamento, favorecendo as previsões da teoria de *Pecking Order*.

O coeficiente negativo da tangibilidade está de acordo com o que foi encontrado em [Cheng e Shiu \(2007\)](#). As interações de tangibilidade com as *dummies* de proteção aos investidores apresentaram sinal positivo, maior do que o $\beta_{tangibilidade}$, e fortemente significativos. Em outras palavras, a tangibilidade nos quadrantes HH, HL e LH apresentam sinal positivo. Isso indica que os ativos tangíveis são importantes para servir de colateral da dívida, principalmente em países com alta proteção aos credores. [Almeida e Campello \(2007\)](#) encontraram resultados na mesma linha e concluíram que os ativos que são mais tangíveis sustentam mais financiamento externo porque esses ativos atenuam os problemas de contrato: a tangibilidade aumenta o valor que pode ser capturado pelos credores em estados de inadimplência. Em países com baixa proteção ao credor, o poder de *enforcement* é baixo. Neste cenário, o fato da empresa ter ativos tangíveis em caixa para usar como colateral não tem um peso alto, uma vez que o credor não tem poder de *enforcement* em uma situação de *default*. Os coeficientes da regressão são maiores justamente nos quadrantes HH e LH, que representam países com forte proteção aos direitos dos credores, o que corrobora tal fato.

O coeficiente da variável *Loss Carryback* apresentou o sinal negativo, conforme o esperado. Isso sugere que as empresas em países em que é permitido o uso de *loss carryback* como substituto ao benefício fiscal utilizam menos dívida. Por outro lado, o coeficiente da variável da alíquota do IR empresarial só foi significativo em duas das regressões e teve baixa significância. [Graham \(2003\)](#) destacou que, do ponto de vista empírico, a magnitude do efeito dos impostos na estrutura de capital nem sempre é grande. Ainda, o coeficiente da alíquota do IR empresarial apresentou sinal negativo, o que é diferente do esperado. Isso pode indicar, entre outras coisas, que o IR empresarial não é a melhor opção de proxy para

o benefício fiscal da dívida, mas sim o Miller (1977), que inclui os impostos de pessoa física e, por isso, considera o efeito marginal do benefício fiscal da dívida. Nessa linha, Faccio e Xu (2015) encontraram resultados que indicam que ambos os impostos corporativos e pessoais são determinantes na escolha da estrutura de capital das empresas.

O coeficiente positivo e significativo da inflação sugere que as empresas aproveitam o momento da economia aquecida para emitir dívidas e aumentar o investimento da empresa. Isso sugere que empresas em países com maior inflação estão mais dispostas a utilizar dívidas do que empresas em países com baixa taxa de inflação.

A *dummy* do quadrante LL foi omitida nas regressões da Tabela 6. Os coeficientes negativos das *dummies* de quadrante indicam que, na média, empresas em países dos quadrantes HH, HL e LH se endividam menos do que as empresas em países no quadrante LL. O fator disciplinador da dívida introduzido por Jensen (1986), é uma possível explicação para o resultado. Neste quadrante, com baixa proteção aos investidores, o acionista acaba por se beneficiar pela alavancagem da empresa, uma vez que a dívida possui efeito disciplinador. Nesta quadrante, pode-se inferir que a tolerância ao risco por parte dos investidores é maior, justamente pelos maiores obstáculos da empresa em adquirir financiamento externo. Uma possível explicação, ainda, seria a transferência de risco para o credor. Se a empresa esgotou todo o seu recurso interno e ainda necessita de recursos, pela POT ela deveria recorrer aos credores, o que levaria a um maior nível de alavancagem. Portanto, esse resultado sugere que as empresas fazem uso da POT na escolha da estrutura de capital. Isso corrobora a hipótese 4.

Empresas em países no quadrante HL são menos alavancadas, na média, do que empresas em países nos outros quadrantes, o que está em linha com a hipótese 1. Este resultado pode ser explicado pela Teoria da *Pecking Order*. A hipótese 2 pode ser confirmada, uma vez que nos quadrantes LH e HH, existe uma associação positiva com a alavancagem, além do coeficiente de alavancagem ser maior do que a do quadrante HL. Com alta proteção aos credores, a assimetria de informação é menor, o que leva a uma diminuição no custo da dívida e, portanto, a uma propensão maior da empresa de obter recursos externos via credor. Estes resultados estão em linha com o que foi encontrado por Cheng e Shiu (2007).

Em conformidade com a hipótese 4, empresas em países com alta proteção aos *outsiders* têm o nível de endividamento positivamente relacionado com essa alta proteção. Neste caso, credores têm acesso a informação e maior poder de *enforcement* e os acionistas possuem recursos para mitigar o bom comportamento dos *insiders*. O resultado indica que as empresas neste quadrante também fazem uso da POT na escolha pela sua estrutura de capital.

De acordo com as regressões da Tabela 6, é possível estabelecer a seguinte ordem em termos de grau de alavancagem entre os quadrantes: $D_{LL} > D_{LH} > D_{HH} > D_{HL}$. Empresas nos quadrantes com alta proteção aos direitos dos acionistas são, em média,

menos alavancadas do que empresas em países com baixa proteção aos acionistas. Isso indica que os MEG associados à proteção do acionista de fato influenciam na escolha pela estrutura de capital da empresa. A relação $D_{LH} > D_{HL}$ e $D_{HH} > D_{HL}$ indica que os MEG relacionados à proteção dos credores possuem impacto positivamente relacionado com a alavancagem, o que sugere que, de fato, alta proteção aos credores diminuem o custo da dívida e fazem com que as empresas deem preferência a este tipo de financiamento externo.

Além do fator disciplinador da dívida introduzido por Jensen (1986) e da possível transferência de risco entre os investidores, com o objetivo de analisar se existe algum outro fator que pode ter levado ao resultado das empresas no quadrante LL serem mais endividadas, procedeu-se com a verificação entre a média de alavancagem nos países em relação a todos os países a amostra. É possível observar na Figura 3 que em todos os quadrantes há uma distribuição quase homogênea entre os países com alavancagem acima ou abaixo da média global. Isso indica que, além dos MEG, os fatores no nível da firma são decisivos para a escolha do endividamento e, ainda, que devem existir fatores relacionados aos mecanismos internos de governança que ainda não foram incorporados ao modelo e que afetam a decisão da empresa na escolha da sua estrutura de capital.

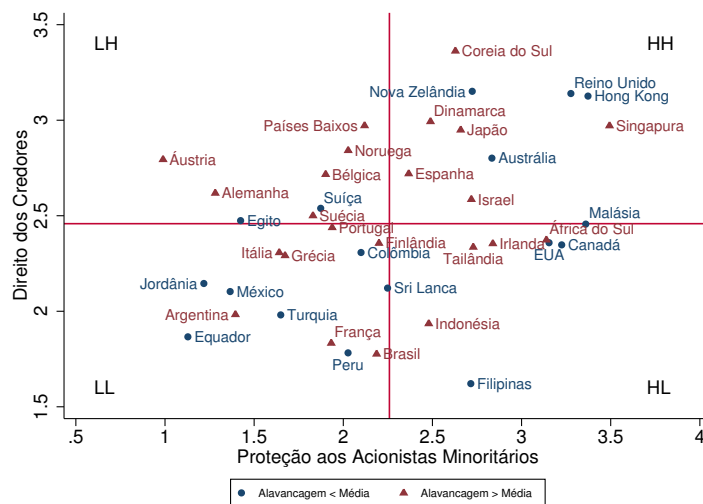


Tabela 6 – Regressões do Modelo

Regressão com dados em painel. A variável explicada é a alavancagem financeira. As *proxies* utilizadas para as variáveis explicativas foram descritas na Tabela 3. A primeira coluna corresponde ao sinal esperado do coeficiente, em relação ao previsto pela Teoria de *Pecking Order*. A coluna 2 corresponde a um OLS com cluster por país, a terceira a um OLS com cluster de país incluindo-se a interação entre Tangibilidade e as *dummies* dos quadrantes e, nas três últimas, os efeitos fixos de ano e indústria foram acrescentados. Para a tabela não ficar extensa, omitiu-se os coeficientes dos FE de Ano e Indústria.

Variáveis	Sinal Esperado	(1) OLS cluster	(2) Com interação	(3) FE Ano	(4) FE Indústria	(5) FE Ano & Indústria
Oportunidade de crescimento	+	0.0163*** (0.00232)	0.0165*** (0.00226)	0.0168*** (0.00228)	0.0181*** (0.00232)	0.0185*** (0.00233)
Tamanho	+	0.0342*** (0.00216)	0.0339*** (0.00195)	0.0340*** (0.00197)	0.0332*** (0.00181)	0.0333*** (0.00184)
Lucratividade	-	-0.476*** (0.0595)	-0.474*** (0.0585)	-0.477*** (0.0591)	-0.476*** (0.0561)	-0.479*** (0.0568)
Incerteza do negócio	-	-0.476*** (0.0765)	-0.462*** (0.0774)	-0.461*** (0.0766)	-0.329*** (0.0669)	-0.330*** (0.0671)
Tangibilidade	+	-0.0147 (0.0283)	-0.186*** (0.0209)	-0.184*** (0.0206)	-0.156*** (0.0219)	-0.154*** (0.0218)
Loss Carryback	-	-0.0216 (0.0132)	-0.0258** (0.0111)	-0.0263** (0.0109)	-0.0188* (0.00955)	-0.0195** (0.00940)
Alíquota do IR Empresarial	-	-0.106 (0.0664)	-0.105 (0.0632)	-0.143** (0.0679)	-0.110* (0.0597)	-0.144** (0.0642)
Crescimento PIB per capita	+	0.000441 (0.0244)	-0.000932 (0.0237)	-0.0322 (0.0224)	-0.00476 (0.0242)	-0.0356 (0.0222)
Inflação	+/-	0.162 (0.140)	0.215 (0.134)	0.166 (0.134)	0.263** (0.120)	0.217* (0.119)
D_{HH}		-0.0445** (0.0207)	-0.112*** (0.0230)	-0.114*** (0.0225)	-0.112*** (0.0216)	-0.113*** (0.0212)
D_{HL}		-0.0679*** (0.0241)	-0.115*** (0.0237)	-0.113*** (0.0232)	-0.118*** (0.0231)	-0.117*** (0.0228)
D_{LH}		-0.0314 (0.0249)	-0.0963*** (0.0209)	-0.0980*** (0.0206)	-0.0967*** (0.0194)	-0.0982*** (0.0191)

Erro padrão robusto entre parênteses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Continua na próxima página...

Tabela 6 – Continuação

Variáveis	Sinal Esperado	(1) OLS cluster	(2) Com interação	(3) FE Ano	(4) FE Indústria	(5) FE Ano & Indústria
Tangibilidade* D_{HH}	+		0.236*** (0.0429)	0.233*** (0.0425)	0.238*** (0.0386)	0.236*** (0.0382)
Tangibilidade* D_{HL}	+		0.163*** (0.0405)	0.160*** (0.0403)	0.183*** (0.0341)	0.180*** (0.0340)
Tangibilidade* D_{LH}	+		0.234*** (0.0438)	0.234*** (0.0434)	0.223*** (0.0408)	0.223*** (0.0405)
Constante		-0.146** (0.0564)	-0.0918* (0.0467)	-0.0689 (0.0467)	-0.126*** (0.0446)	-0.105** (0.0441)
Observações		71,005	71,005	71,005	71,005	71,005
R-quadrado		0.212	0.221	0.223	0.261	0.263
FE Indústria					YES	YES
FE Ano				YES		YES

Erro padrão robusto entre parênteses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

4.1 Robustez

Para checar a robustez do modelo, procedeu-se com a mesma análise sob diferentes especificações. Pelo fato das variáveis de proteção ao credor e ao acionista serem compostas por índices de proteção dos investidores que agregam informações macroeconômicas, surge a dúvida se as variáveis macroeconômicas utilizadas no modelo não estariam absorvendo fatores explicativos das *dummies* dos quadrantes. Na primeira coluna da tabela 7 é possível ver que a regressão sem as variáveis no nível macro, não interferem nos resultados.

De acordo com a Figura 4, é possível observar que os países emergentes se encontram majoritariamente nos quadrantes com baixa proteção ao credor. Com o argumento de que os indicadores de proteção dos investidores já absorve essa informação, nas colunas 2 e 3 da Tabela 7 tem-se a regressão com a inclusão de uma *dummy* para os mercados emergentes. É possível observar que os resultados não sofrem alterações significativas, o que indica que o modelo é robusto para essa variável de controle.

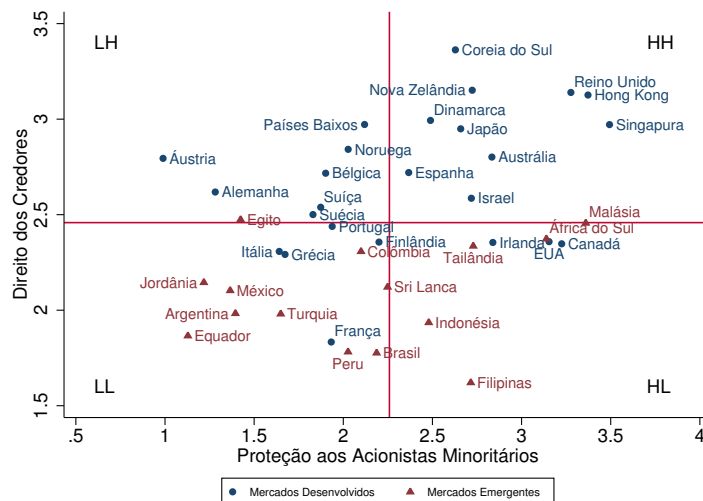


Figura 4 – Dispersão dos países em relação ao desenvolvimento do mercado

De maneira análoga, procedeu-se com a inclusão das *dummies* de origem legal. Nas colunas 4 e 5 da Tabela 7, é possível observar que a inclusão dessas *dummies* de controle não afetaram os resultados de maneira significativa. Isso sugere que os indicadores de proteção dos investidores incorpora essa informação ao modelo.

Pela Tabela 5, observa-se que há uma considerável representatividade da amostra com empresas da Coreia do Sul (11.9% da amostra) e Japão (20.5% da amostra). Para garantir de que esses dois países não estão viesando a amostra, as regressões foram computadas excluindo-se os dois países. Na última coluna da Tabela 7, é possível observar que a exclusão da Coreia do Sul e do Japão não interferem nos resultados.

Acredita-se, portanto, que o modelo utilizado para analisar o grau de alavancagem

entre as empresas em relação ao nível de proteção dos investidores é robusto.

Tabela 7 – Regressões para testar a robustez

Regressão com dados em painel. A variável explicada é a alavancagem financeira. As *proxies* utilizadas para as variáveis explicativas foram descritas na Tabela 3. A primeira coluna representa a regressão sem as variáveis de controle no nível macro econômico. A segunda coluna representa a regressão original, acrescida da variável de controle para países emergentes. A terceira coluna representa a regressão com a *dummy* de países emergentes e sem as variáveis no nível macro. Já a coluna 4, representa a regressão original acrescida de *dummies* para a origem legal dos países. A coluna 5 apresenta a regressão com *dummies* de origem legal, porém sem as variáveis macroeconômicas. Por fim, na coluna 6, tem-se a regressão original com a exclusão de dois países: Coreia do Sul e Japão.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Variáveis	Sem Macro	EM	EM & Sem Macro	Origem Legal	Origem Legal & Sem Macro	Sem Coreia do Sul & Japão
Oportunidade de crescimento	0.0163*** (0.00264)	0.0164*** (0.00224)	0.0168*** (0.00253)	0.0157*** (0.00236)	0.0154*** (0.00251)	0.0150*** (0.0015)
Tamanho	0.0317*** (0.00179)	0.0338*** (0.00202)	0.0328*** (0.00209)	0.0336*** (0.00192)	0.0320*** (0.00151)	0.0326*** (0.0020)
Lucratividade	-0.457*** (0.0594)	-0.473*** (0.0581)	-0.471*** (0.0585)	-0.474*** (0.0588)	-0.461*** (0.0591)	-0.434*** (0.0501)
Incerteza	-0.493*** (0.0822)	-0.464*** (0.0794)	-0.468*** (0.0824)	-0.472*** (0.0792)	-0.504*** (0.0791)	-0.431*** (0.0721)
Tangibilidade	-0.156*** (0.0120)	-0.185*** (0.0234)	-0.178*** (0.0233)	-0.171*** (0.0211)	-0.145*** (0.0154)	-0.148*** (0.0228)
Loss Carryback		-0.0281**		-0.0258*		-0.0334***

Continua na próxima página. . .

Tabela 7 – Continuação

Variáveis	(1) Sem Macro	(2) EM	(3) EM & Sem Macro	(4) Origem Legal	(5) Origem Legal & Sem Macro	(6) Sem Coreia do Sul & Japão
Alíquota do IR Empresarial		(0.0118) -0.106		(0.0127) -0.0580		(0.0106) 0.0525
Crescimento PIB per capita		(0.0647) -0.00129		(0.0593) 0.00993		(0.1030) -0.0526*
Inflação		(0.0238) 0.237*		(0.0210) 0.0974		(0.0309) 0.0923
Mercados Emergentes		(0.122) -0.00591	0.0327	(0.114)		(0.1420)
		(0.0210)	(0.0199)			
Origem Legal Inglesa				0.0204 (0.0165)	0.0194 (0.0161)	
Origem Legal Francesa				0.0543*** (0.0158)	0.0655*** (0.0172)	
Origem Legal Escandinava				0.0527*** (0.0182)	0.0655*** (0.0131)	
D_{HH}	-0.105*** (0.0199)	-0.114*** (0.0219)	-0.100*** (0.0218)	-0.0701*** (0.0222)	-0.0499** (0.0204)	-0.0743*** (0.0199)
D_{HL}	-0.113***	-0.113***	-0.126***	-0.0846***	-0.0725***	-0.112***

Continua na próxima página...

Tabela 7 – Continuação

Variáveis	(1) Sem Macro	(2) EM	(3) EM & Sem Macro	(4) Origem Legal	(5) Origem Legal & Sem Macro	(6) Sem Coreia do Sul & Japão
D_{LH}	(0.0268) -0.0932***	(0.0263) -0.0970***	(0.0256) -0.0900***	(0.0221) -0.0636***	(0.0241) -0.0551***	(0.0239) -0.0877***
Tangibilidade* D_{HH}	(0.0181) 0.210***	(0.0202) 0.234***	(0.0203) 0.232***	(0.0185) 0.225***	(0.0159) 0.202***	(0.0190) 0.163***
Tangibilidade* D_{HL}	(0.0385) 0.139***	(0.0453) 0.161***	(0.0452) 0.160***	(0.0452) 0.147***	(0.0402) 0.125***	(0.0294) 0.176***
Tangibilidade* D_{HH}	(0.0456) 0.214***	(0.0420) 0.234***	(0.0444) 0.229***	(0.0389) 0.217***	(0.0430) 0.196***	(0.0340) 0.217***
Constante	(0.0429) -0.0891**	(0.0439) -0.0881*	(0.0463) -0.117**	(0.0405) -0.151***	(0.0368) -0.158***	(0.0417) -0.134**
	(0.0363)	(0.0510)	(0.0441)	(0.0404)	(0.0312)	(0.0554)
Observações	75,976	71,005	75,976	71,005	75,976	51,458
R-quadrado	0.214	0.221	0.217	0.226	0.222	0.292

Erro padrão robusto entre parênteses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

5 Conclusão

A presente dissertação teve o objetivo de investigar de que forma os Mecanismos Externos de Governança impactam a alavancagem da empresa, em uma amostra de 40 países, que engloba um total de 12.968 empresas e 124.138 observações. Esse estudo se diferenciou dos anteriores ao fazer distinção entre os MEG que afetam a proteção dos acionistas daqueles que afetam os direitos dos credores. Para tanto, construiu-se dois indicadores de proteção dos investidores, a partir de índices de proteção dos credores e acionistas disponíveis na literatura. Assumiu-se que os fatores de governança no nível país são responsáveis pelo monitoramento externo e cumprimento dos contratos financeiros dos investidores.

Foram desenvolvidas quatro hipóteses que dizem respeito à escolha pelo grau de alavancagem da firma e sua relação com a proteção dos investidores. De maneira consistente com estudos prévios sobre alavancagem financeira (RAJAN; ZINGALES, 1995; BOOTH et al., 2001; CHENG; SHIU, 2007; JONG; KABIR; NGUYEN, 2008; FAN; TITMAN; TWITE, 2012), esta pesquisa empírica analisou o efeito combinatório entre características no nível da firma e atributos de governança no nível país na decisão de estrutura de capital da firma e, ainda, utilizou a distinção entre os níveis de proteção dos investidores entre países para testar a Teoria de *Pecking Order* (POT) na alavancagem da empresa. As deficiências de governança no nível país impedem a capacidade de uma empresa de atrair capital externo, tornando-as mais propensas ao uso de fundos internos para financiar os seus projetos.

Os resultados encontrados foram em linha com o previsto pelas hipóteses. Os coeficientes das variáveis de controle no nível da firma foram coerentes com o previsto pela Teoria da *Pecking Order*. Foi possível estabelecer a seguinte ordem em termos de grau de alavancagem entre os quadrantes: $D_{LL} > D_{LH} > D_{HH} > D_{HL}$. Empresas nos quadrantes com alta proteção aos direitos dos acionistas foram, em média, menos alavancadas do que empresas em países com baixa proteção aos acionistas. Isso indica que os MEG associados à proteção do acionista de fato influenciam na escolha pela estrutura de capital da empresa. A relação $D_{LH} > D_{HL}$ e $D_{HH} > D_{HL}$ indica que os MEG relacionados à proteção dos credores possuem impacto positivamente relacionado com a alavancagem, o que sugere que, de fato, alta proteção aos credores diminuem o custo da dívida e fazem com que as empresas deem preferência a este tipo de financiamento externo. Os resultados mostraram-se robustos diante de variações no modelo.

La Porta et al. (2000) e La Porta et al. (2002) mostraram que os países em que a proteção dos investidores é fraca, são países com mercados financeiros menos desenvolvidos

e nos quais as empresas são mais dependentes do capital interno. Assim, em tais ambientes, mudanças nos MEG podem produzir benefícios substanciais para a economia.

Como próximos passos para a pesquisas futuras, recomenda-se incluir variáveis de mecanismos internos de governança para averiguar o efeito deste fator no agregado da alavancagem da empresa. Recomenda-se a inclusão de variáveis que mensuram a estrutura de propriedade da empresa. Ainda como possível extensão, sugere-se utilizar a categorização de dados para avaliar se o efeito verificado é o mesmo em empresas de diferentes tamanhos. Uma limitação do trabalho relacionado com os MEG utilizados é que eles são estáticos no tempo. Como pesquisa futura pretende-se criar os índices de proteção dos investidores de maneira dinâmica. [Titman \(1984\)](#) introduziu a especificidade dos produtos da empresa como um possível fator relacionado à escolha pela estrutura de capital. Empresas com produtos específicos deveriam ter uma alavancagem menor. De fato, [Titman e Wessels \(1988\)](#) encontraram que a especificidade possui relação inversa com o grau de alavancagem da empresa. Pretende-se, portanto, acrescentar a variável de *uniqueness* desenvolvida em [Titman \(1984\)](#) como um fator de controle no nível da firma.

Referências

- AGUILERA, R. V.; DESENDER, K.; BEDNAR, M. K.; LEE, J. H. Connecting the dots: Bringing external corporate governance into the corporate governance puzzle. *The Academy of Management Annals*, v. 9, n. 1, p. 483–573, 2015.
- ALMEIDA, H.; CAMPELLO, M. Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment. *Review of Financial Studies*, v. 20, n. 5, p. 1429–1460, 2007.
- BAKER, M.; WURGLER, J. Market timing and capital structure. *The Journal of Finance*, v. 57, n. 1, p. 1–32, 2002.
- BAKER, M. P. Market-driven corporate finance. *Annual Review of Financial Economics*, v. 1, p. 181–205, 2009.
- BANCEL, F.; MITTOO, U. R. Cross-country determinants of capital structure choice: a survey of european firms. *Financial Management*, v. 33, n. 4, p. 103–132, 2004.
- BECK, T.; DEMIRGÜÇ-KUNT, A.; LEVINE, R. Law and finance: why does legal origin matter? *Journal of comparative economics*, v. 31, n. 4, p. 653–675, 2003.
- BHADURI, S. N. Determinants of capital structure choice: a study of the indian corporate sector. *Applied Financial Economics*, v. 12, n. 9, p. 655–665, 2002.
- BOOTH, L.; AIVAZIAN, V.; DEMIRGÜÇ-KUNT, A.; MAKSIMOVIC, V. Capital structures in developing countries. *The Journal of Finance*, v. 56, n. 1, p. 87–130, 2001.
- CHENG, S.-R.; SHIU, C.-Y. Investor protection and capital structure: International evidence. *Journal of Multinational Financial Management*, v. 17, n. 1, p. 30–44, 2007.
- DEESOMSAK, R.; PAUDYAL, K.; PES CETTO, G. The determinants of capital structure: evidence from the asia pacific region. *Journal of Multinational Financial Management*, v. 14, n. 4, p. 387–405, 2004.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A.; MAKSIMOVIC, V. Institutions, financial markets, and firm debt maturity. *Journal of Financial Economics*, v. 54, n. 3, p. 295–336, 1999.
- DENIS, D. K.; MCCONNELL, J. J. International corporate governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 38, n. 1, p. 1–36, 2003.
- DJANKOV, S.; HART, O.; MCLIESH, C.; SHLEIFER, A. Debt enforcement around the world. *Journal of Political Economy*, v. 116, n. 6, p. 1105–1149, 2008.
- DJANKOV, S.; MCLIESH, C.; SHLEIFER, A. Private credit in 129 countries. *Journal of Financial Economics*, v. 84, n. 2, p. 299–329, 2007.
- DJANKOV, S.; PORTA, R. L.; SILANES, F. Lopez-de; SHLEIFER, A. Courts. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 118, n. 2, p. 453–517, 2003.
- DJANKOV, S.; PORTA, R. L.; SILANES, F. Lopez-de; SHLEIFER, A. The law and economics of self-dealing. *Journal of Financial Economics*, v. 88, n. 3, p. 430–465, 2008.

- FACCIO, M.; XU, J. Taxes and capital structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 50, n. 3, p. 277–300, 2015.
- FAN, J. P. H.; TITMAN, S.; TWITE, G. An international comparison of capital structure and debt maturity choices. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 47, n. 1, p. 23–56, 2012.
- 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.
- GILLAN, S. L. Recent developments in corporate governance: An overview. *Journal of Corporate Finance*, v. 12, n. 3, p. 381–402, 2006.
- GRAHAM, J. R. Taxes and corporate finance: A review. *Review of Financial Studies*, v. 16, n. 4, p. 1075–1129, 2003.
- GRAHAM, J. R.; LEARY, M. T.; ROBERTS, M. R. A century of capital structure: The leveraging of corporate america. *Journal of Financial Economics*, v. 118, n. 3, p. 658–683, 2015.
- HARRIS, M.; RAVIV, A. The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, v. 46, n. 1, p. 297–355, 1991.
- JENSEN, M. C. Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *Corporate Finance, and Takeovers. American Economic Review*, v. 76, n. 2, p. 323–329, 1986.
- 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.
- JÕEVEER, K. Sources of capital structure: Evidence from transition countries. *CERGE-EI Working Paper*, n. 306, 2006.
- JONG, A. D.; KABIR, R.; NGUYEN, T. T. Capital structure around the world: The roles of firm-and country-specific determinants. *Journal of Banking & Finance*, v. 32, n. 9, p. 1954–1969, 2008.
- KRAUS, A.; LITZENBERGER, R. H. A state-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance*, v. 28, n. 4, p. 911–922, 1973.
- LA PORTA, R.; SILANES, F. Lopez-de; SHLEIFER, A. What works in securities laws? *The Journal of Finance*, v. 61, n. 1, p. 1–32, 2006.
- LA PORTA, R.; SILANES, F. López de; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Law and finance. *Journal of Political Economy*, v. 106, n. 6, p. 1113–1155, 1998.
- LA PORTA, R.; SILANES, F. Lopez-de; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, v. 58, n. 1, p. 3–27, 2000.
- LA PORTA, R.; SILANES, F. Lopez-de; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Investor protection and corporate valuation. *Journal of Finance*, v. 57, n. 3, p. 1147–1170, 2002.

- MARTINS, H. C.; SCHIEHLL, E.; TERRA, P. R. S. Debt maturity and ownership: Distinctive effects of shareholder protection and creditor rights. In: ACADEMY OF MANAGEMENT. *Academy of Management Proceedings*. [S.l.], 2015. v. 2015, n. 1, p. 17737.
- MILLER, M. H. Debt and taxes. *The Journal of Finance*, v. 32, n. 2, p. 261–275, 1977.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, v. 48, n. 3, p. 261–297, 1958.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American economic review*, v. 53, n. 3, p. 433–443, 1963.
- 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.
- RAJAN, R. G.; ZINGALES, L. What do we know about capital structure? some evidence from international data. *The Journal of Finance*, v. 50, n. 5, p. 1421–1460, 1995.
- SCHIEHLL, E.; MARTINS, H. C. Cross-national governance research: A systematic review and assessment. *Corporate Governance: An International Review*, v. 24, n. 3, p. 181–199, 2016.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, v. 52, n. 2, p. 737–783, 1997.
- 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.
- STULZ, R. Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, v. 26, n. 1, p. 3–27, 1990.
- TITMAN, S. The effect of capital structure on a firm's liquidation decision. *Journal of Financial Economics*, v. 13, n. 1, p. 137–151, 1984.
- TITMAN, S.; WESSELS, R. The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, v. 43, n. 1, p. 1–19, 1988.
- TURK, R. Institutions, investor protection, and corporate choices in developing economies. *Available at SSRN 1988909*, 2012.
- WALD, J. K. How firm characteristics affect capital structure: an international comparison. *Journal of Financial Research*, v. 22, n. 2, p. 161–187, 1999.