



**UNIVERSIDADE FEDERAL DA BAHIA – UFBA**  
**FACULDADE DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS**  
**PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTABILIDADE**  
**MESTRADO EM CONTABILIDADE**

**CHRISTIAN MASCARENHAS ANDRADE**

**IMPACTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NA VELOCIDADE DE  
AJUSTE DA ESTRUTURA DE CAPITAL:  
UM ESTUDO SOBRE A EMISSÃO DE ADRs DAS EMPRESAS BRASILEIRAS**

**SALVADOR**

**2015**

Ficha catalográfica elaborada por Marivalda Araujo CRB-5/1.128

Andrade, Christian Mascarenhas

Impacto da governança corporativa na velocidade de ajuste da estrutura de capital:  
um estudo sobre a emissão de ADRs das empresas brasileiras / Christian Mascarenhas  
Andrade. - Salvador, 2015.

58f.: il.

Orientador: Prof. Dr. Adriano Leal Bruni

Dissertação (Mestrado) - Programa de Pós-graduação em Contabilidade da  
Faculdade de Ciências Contábeis da Universidade Federal da Bahia.

1. Governança Corporativa. 2. Alavancagem. 3. Contabilidade. I. Bruni, Adriano  
Leal. II. Universidade Federal da Bahia. III. Título.

CDD – 658.4

CDU – 657.05

**CHRISTIAN MASCARENHAS ANDRADE**

**IMPACTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NA VELOCIDADE DE  
AJUSTE DA ESTRUTURA DE CAPITAL:  
UM ESTUDO SOBRE A EMISSÃO DE ADRs DAS EMPRESAS BRASILEIRAS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação (*Stricto Sensu*) em Contabilidade da Faculdade de Ciências Contábeis da Universidade Federal da Bahia, como requisito para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Área de Concentração: Controladoria

Orientador: Prof. Dr. Adriano Leal Bruni

**SALVADOR**

**2015**

**CHRISTIAN MASCARENHAS ANDRADE**

**IMPACTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NA VELOCIDADE DE  
AJUSTE DA ESTRUTURA DE CAPITAL:  
UM ESTUDO SOBRE A EMISSÃO DE ADRs DAS EMPRESAS BRASILEIRAS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Faculdade de Ciências Contábeis da Universidade Federal da Bahia, como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre em Ciências Contábeis.

Aprovada em 03 de Setembro de 2015.

**Banca Examinadora**

---

**Prof. Dr. Miguel Angel Rivera Castro**  
Universidade Salvador – UNIFACS

---

**Profa. Dra. Gisele Ferreira Tiriyaki**  
Universidade Federal da Bahia – UFBA

---

**Prof. Dr. Adriano Leal Bruni**  
Universidade Federal da Bahia – UFBA

## **AGRADECIMENTOS**

Aos meus pais, Wilson Costa Pereira de Andrade (in memoriam) e Maria do Bonfim Mascarenhas Andrade, pelo grande incentivo aos estudos durante toda a minha vida.

Aos meus filhos, Felipe Linhares Fialho Andrade e Beatrice Linhares Fialho Andrade, que precisaram abdicar de horas preciosas de convivência, mas que sempre entenderam a importância da causa acadêmica.

Ao professor Doutor Adriano Leal Bruni, por toda a paciência, dedicação, inspiração, e conhecimento, durante não somente o mestrado, como também por toda a minha graduação.

A todo corpo docente do Mestrado em Contabilidade da Universidade Federal da Bahia, em especial aos professores Dr. José Maria Dias Filho e Dr. Cesar Valentim por serem fonte de inspiração para a minha vida acadêmica.

Ao Sr. João Simões, secretário do programa, pela atenção e disponibilidade.

Aos amigos que acompanharam meu desenvolvimento, me confortando e ajudando nos momentos difíceis, principalmente Naiana Vasconcelos, Antônio Barbosa Batista e Jurailson Borges Andrade.

A compressão do meus antigos colegas de trabalho, Markus Dietrich e Attila Bernath, que sempre aceitaram minha vida dupla de pesquisador e profissional de mercado.

A todos, muito obrigado.

## RESUMO

Essa dissertação teve como objetivo o estudo do impacto da Governança Corporativa(GC) na estrutura de capital dentro do contexto da Velocidade de Ajuste das Estrutura de Capital, a VAEC. Foi usada a equação de ajustes parciais proposta por (Fama e French, 2002; Jalilvand e Harris, 1984) para medir a alavancagem e o modelo proposto por (Mukherjee e Wang, 2013) para medir a VAEC. Foi verificado que empresas ao aumentam sua GC visando fontes de financiamento internacionais, têm VAEC superior aos seus pares que não buscam esse tipo de financiamento. A amostra final contou com 557 empresas, sendo que 22 emitiam ADRs e 530 empresas não faziam uso desse tipo de financiamento. Para validar a hipótese foi utilizado o procedimento de *matching*, com 18 empresas no grupo de controle. O banco de dados utilizado foi o do Economática, entre os anos de 2009 e 2014. O estudo confirmou, com 99% de significância, que as empresas selecionadas na amostra que emitem ADR's possuem VAEC 86 pontos superiores (em uma escala de 0-100) quando comparadas com seus pares que não utilizam esse tipo de financiamento internacional. Assim o estudo confirmou que existe relação entre a emissão de ADRs e a GC e essa com a VAEC.

**Palavras-chave:** Governança Corporativa, Velocidade de Ajuste da Estrutura de Capital, Alavancagem

## ABSTRACT

. This dissertation aimed to study the impact of Corporate Governance (CG) and the capital structure within the setting speed of the context of speed of adjustment, the SOA. This study used the partial adjustment model proposed by ( Fama and French , 2002; Jalilvand and Harris , 1984) to measure and leverage and the model proposed by ( Mukherjee and Wang , 2013) to measure the SOA. It was verified that companies that increase their GC seeking international funding sources have SOA superior to their peers that do not seek such funding . The final sample included 557 companies , of which 22 were issuing ADRs and 530 companies did not use this type of financing. To validate the hypothesis , we used the matching procedure with 18 companies in the control sample. The database used was the Economática , between the years 2009 and 2014. The study confirmed, with 99 % of significance, that the companies selected in the sample that issue ADRs have SOA 86 points higher (on a scale of 0 -100) compared with their peers who do not use this kind of international funding. Thus, the study confirmed that there is a relationship between the issuance of ADRs, throw GC, and the SOA.

**Keywords:** Corporate Governance, Speed of Adjustment, Capital Structure, Leverage

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Relação Valor da Empresa e Dívida Segundo a TOT.....	22
Figura 2: Relações em Estudo na Dissertação .....	25
Figura 3: Relação entre as Variáveis do Modelo .....	36

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Características do Data Panel.....	43
Tabela 2: Estatística descritiva da alavancagem da empresa.....	43
Tabela 3: Estatística descritiva das características da firma .....	44
Tabela 4: Empresas dos Grupos de Tratamento e Controle.....	45
Tabela 5: Estatísticas Descritivas Emissão de ADR e Grupo de <i>Matching</i> .....	45
Tabela 6: Estimação TOBIT da equação (2) – $(Lev^{*i,t})$ .....	47
Tabela 7: Estatísticas Descritivas da Alavancagem da Empresa( $Levit$ ) e a Meta ( $Lev^{*it}$ ).....	48
Tabela 8: Estimação GLM da equação (4).....	49
Tabela 9: Nova Estimação GLM da equação (4).....	50

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Trabalhos que Trataram da Relação GOV e VAEC.....	31
---	----



## SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO .....	11
1.1	Contexto .....	11
1.2	A Busca da Estrutura de Capital Ótima .....	12
1.3	O Impacto da Emissão de ADRs na VAEC .....	13
1.4	O Impacto da Governança Corporativa na VAEC .....	14
1.5	Questão e Hipótese de Pesquisa da Dissertação .....	15
2	REFERENCIAL TEÓRICO .....	16
2.1	Teorias da Estrutura de Capital .....	16
2.1.1	<i>A Trade-Off Theory</i> .....	17
2.1.1.1	<i>A Static Trade-off Theory (STOT)</i> .....	18
2.1.1.2	<i>A Dynamic Static Theory (DTOT)</i> .....	19
2.1.2	<i>A Pecking Order Theory</i> .....	19
2.1.3	A Dinâmica da Estrutura do Capital e a VAEC no Contexto da TOT. ...	20
2.2	Modelo Teórico .....	23
2.2.1	Introdução à Emissão de ADRs.....	25
2.3	Expectativas das Empresas que Emitem ADRs .....	26
2.4	Relação Entre Governança Corporativa e Estrutura de Capital.....	27
2.5	Evidências Empíricas de Fatores que Afetam a VAEC .....	29
2.6	Evidências Empíricas entre GC e a VAEC .....	31
3	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS .....	35
3.1	Justificativa e Equações do Modelo .....	36
3.2	Procedimentos Econométricos.....	39
3.3	População e Amostra.....	40
3.4	Procedimento de <i>Matching</i> .....	40
3.5	Resultados Esperados .....	41
4	ANÁLISE DE DADOS E RESULTADOS .....	42
4.1	Estatísticas Descritivas da Amostra .....	42

4.2	Emissão de ADRs e <i>Matching</i> .....	44
4.3	Estimativa da Alavancagem Meta .....	46
4.4	Robustez dos Resultados Encontrados.....	50
5	CONCLUSÃO .....	52
	REFERÊNCIAS .....	54
6	APENDICE I.....	58

# 1 INTRODUÇÃO

## 1.1 Contexto

É difícil imaginar o capitalismo sem a possibilidade de endividamento. Uma grande ideia de negócio dificilmente surge conjuntamente com o capital necessário para sua viabilização, sendo o endividamento um caminho para a materialização do plano de negócios. O próprio surgimento da Contabilidade foi motivada pela evolução do comércio e da consequente necessidade de registro das dívidas dele decorrentes (CHIAPELLO, 2007), seja na civilização antiga, seja na Itália da idade média. Pode-se então dizer que existe um forte elo de ligação entre capitalismo, endividamento e a própria Contabilidade.

Uma importante elemento de uma empresa é a sua estrutura de capital. A partir da mesma, é possível extrair importantes informações para as mais diversas partes interessadas: como os acionistas, investidores, diretores e financiadores. Pode-se verificar, por exemplo, quem está financiando os negócios: se são bancos, sócios acionistas, governo, fundos de investimento, etc. É possível também, por meio dela, saber se o custo do capital de uma empresa é inferior ao seu custo de oportunidade, pois se isso não ocorre, dificilmente uma empresa será lucrativa e será sustentável no longo prazo.

Ao se estudar o comportamento da estrutura de capital de uma empresa, procura-se entender melhor os aspectos motivadores e os influenciadores das decisões de financiamento. Especificamente busca-se entender o comportamento dos gestores que tomam as decisões de endividamento; dos bancos, sócios ou investidores que aceitam o risco proposto para suprir o capital; e as características do mercado aonde todo esse processo acontece.

Portanto o estudo da estrutura de capital é intrínseco ao mundo capitalista e tem sido o motivador para a criação de teorias que tentam desvendar as forças que atuam nessas decisões. As principais teorias desenvolvidas para esse fim são: a *Pecking Order Theory* (POT) e *Trade-Off Theory* (TOT).

As teorias sobre as dívidas entendem e predizem o comportamento da firma frente ao endividamento de forma diferente. Enquanto a TOT prediz que,

uma empresa tende a ajustar sua dívida toda vez que existe um desbalanceamento entre o benefício da dívida e o custo do ajuste da dívida, a POT preconiza que as firmas se endividam buscando viabilizar seus investimentos e seguem uma ordem hierárquica de recursos: recursos próprios, títulos sem risco, títulos arriscados e, por último, emitindo novas ações.

A velocidade com que o ajuste da estrutura de capital descrito no parágrafo acima é feito é a espinha dorsal dessa dissertação: o estudo da velocidade de ajuste da estrutura de capital (VAEC) se inicia na teoria econômica clássica das décadas de 1950 e 1960 e nas últimas três décadas ganhou força na Contabilidade e e nas Finanças, com o surgimento de novas teorias financeiras (TOT, POT, TOTD) e novos modelos econométricos (*Cross Section, Data Panel*) que trouxeram maiores possibilidades de métodos de regressão e maior robustez na análise quantitativa de dados.

Definindo-se a estrutura de capital meta como aquela que o benefício da dívida é otimizado e o risco de falência é minimizado, pode-se definir a VAEC como a velocidade que uma empresa leva para mudar sua estrutura de capital atual para o estado meta, possivelmente otimizado. Quanto maior a VAEC, menor será o tempo que a empresa estará exposta a uma estrutura de capital não otimizada, tendo, conseqüentemente a diminuição do seu custo de capital.

## **1.2 A Busca da Estrutura de Capital Ótima**

A VAEC tem impacto direto no custo médio ponderado do capital (CMPC), já que quanto mais rapidamente a empresa ajusta a sua dívida em direção à estrutura de capital ótima, menor será sua exposição a um benefício da dívida não otimizado e, conseqüentemente, menor será o seu custo de capital. Essa velocidade de ajuste depende geralmente de uma série de variáveis. Tipicamente, são analisadas a eficiência do mercado que a firma atua e as características da empresa.

A aferição de qual é a efetiva estrutura de capital ótima de uma empresa não é tarefa trivial. Sendo seu cálculo *ex-post* (após uma profunda análise dos relatórios financeiros e do ambiente de negócios que a empresa opera), exequível. No entanto, sua determinação é tarefa bastante difícil, senão

impossível, quando essa tarefa é realizada *ex-ante* (fase de planejamento), dada a complexidade dos cenários internos e externos de uma empresa e todas as premissas de orçamento, investimento, mercado e operações.

No entanto, é de se esperar que as empresas busquem, de forma consciente, uma estrutura de capital otimizada, capaz de reduzir o custo da dívida, viabilizando seu plano de negócios e culminando por alavancar seu lucro. Logicamente, a empresa que consegue, alterar sua estrutura de capital atual, para uma mais otimizada de forma mais rápida, vai alcançar melhores resultados econômicos do que outra que não tem essa mesma agilidade.

Essa dissertação tem como premissa de que, na média, dada a capacidade de gestão financeira das empresas que têm ações na bolsa de valores, as mesmas tendem a encerrar o ano contábil com uma estrutura de capital mais otimizada do que aquela apresentada no início do ciclo contábil. Também busca-se estudar os fatores que afetam a VAEC e responder em que medida, velocidade e por que a própria estrutura de capital se altera.

É importante ressaltar que, tipicamente, a VAEC é medida dentro de um período contábil. Apesar de muito usado na academia, o conceito e a própria existência ou não da estrutura de capital ótima não encontra ainda um consenso na literatura. Como consequência, existe também o questionamento se é possível ou não a aferição da VAEC de uma empresa. Esse estudo vai assumir que essas duas variáveis existem e tem solução possível.

### **1.3 O Impacto da Emissão de ADRs na VAEC**

Esse estudo não encontrou na literatura nacional ou internacional, trabalhos que tivessem estudado de forma direta a relação entre a emissão de ADRs e a VAEC.

É de se esperar que a emissão ou não de ADRs seja uma proxy qualificada para a medida de GC de uma empresa, já que foi verificado que vários trabalhos relacionaram a emissão de ADRs com o aumento da GC (Oliveira, Julia, e Villalobos, 2002; A. D. M. da Silveira, 2004; A. Da Silveira e Perobelli, 2009; Zóboli Dalmácio, 2009). Segundo, por que o uso de outras proxies de GC como o Nível Diferenciado de Governança Corporativa (NDGC), já foi utilizado por outros autores como (ZAPPA, 2011).

Essa relação entre emissão de ADRs e o aumento de GC, já era esperada, já que a cobiça por um mercado de capitais mais eficiente, também acarreta maiores exigências para as empresas que emitem ADRs, e essas acabam por aumentar seu nível de governança corporativa para conseguir cumprir as exigências do mercado.

A partir desses trabalhos empíricos que relacionaram a emissão de ADRs com o aumento da GC, buscou-se verificar se o aumento da GC poderia implicar em uma maior VAEC. A partir dessa busca foram encontrados trabalhos que relacionam a melhoria da GC com o aumento da VAEC (Chang, Chou, e Huang, 2014; Liao, 2012; Oztekin, 2009; Zappa, 2011). Portanto, pode-se inferir que existe uma relação indireta (via a GC) entre emissão de ADRS e a VAEC.

#### **1.4 O Impacto da Governança Corporativa na VAEC**

A teoria encontra respaldo que empresas com boa governança corporativa (GC) tenham melhor planejamento financeiro e decisões mais embasadas em relação à estrutura de capital, o que deveria acarretar em uma maior VAEC (CHANG; CHOU; HUANG, 2014; LIAO, 2012; OZTEKIN, 2009; ZAPPA, 2011) e uma menor distância entre a estrutura de capital atual da empresa da sua estrutura otimizada (LIAO, 2012). Por outro lado, essa maior GC também pode ser um obstáculo na busca do capital ótimo, já que a tomada de decisão em empresas com maior GC pode se dar em meio a uma maior burocracia, o que poderia atrasar as decisões financeiras, acarretando em uma estrutura de dívida não ótima e uma menor VAEC.

Não é parte do consenso acadêmico se existe uma estrutura de capital ótima ou se a aferição da VAEC é factível e deve-se complementar que também é questionável se a GC tem impacto ou não na distância entre a estrutura de capital e estrutura ótima, ou sobre a VAEC, muito menos se esse impacto é positivo ou negativo. Essa falta de consenso torna importante o aporte de novos trabalhos que foquem esse tema, já que estudar as relações entre GC, estrutura de capital e VAEC tem grande valor para o entendimento da estratégia financeira, do custo e risco da dívida e do impacto da GC sobre a tomada de decisões que envolvam a estrutura de capital.

A literatura aponta que as empresas que buscam capital internacional acabam por elevar seu nível de governança, buscando sinalizar o mercado que possuem menor risco, maior profissionalismo de gestão e maior transparência, buscando assim conseguir do mercado melhores condições de financiamento, como maiores prazos, menores taxas de juros e menores garantias para os empréstimos contraídos. Esse fenômeno é tanto maior quanto mais eficiente é o mercado que empresa busca para se capitalizar. Portanto é de se esperar uma relação direta entre o aumento da GC com a finalidade de buscar financiamento internacional de menor custo. (Inanças, Camargos, Alfredo, e Romero, 2006; Lana, Martins, Marcon, e Xavier, 2013; Pires, 2006)

### 1.5 Questão e Hipótese de Pesquisa da Dissertação

Tendo como eixo teórico a TOT, já que o estudo considera que as empresas buscam a estrutura de capital ótima, e visando estudar e contribuir para o estudo do impacto da GC na estrutura de capital, mais especificamente na VAEC, esse estudo enuncia a seguinte questão de pesquisa: **Existe relação entre a Governança Corporativa e a estrutura de capital de uma empresa dentro do contexto da VAEC?** Foi formulada a seguinte hipótese de pesquisa(H0): **Empresas que emitem ADRs têm VAEC superior aos seus pares que não buscam esse tipo de financiamento.** O modelo aqui proposto está explicitado na **Figura 2**.

## **2 REFERENCIAL TEÓRICO**

### **2.1 Teorias da Estrutura de Capital**

Pode-se definir a estrutura de capital como a combinação da dívida de longo prazo e do capital próprio mantidos pela empresa para financiar seus investimentos. Também é importante entender o ambiente de negócios que esse endividamento ocorre: Para a teoria clássica, não existe assimetria informacional e todos os agentes têm acesso irrestrito às informações, a racionalidade é completa e os custos de transações não existem. Nesse ambiente clássico, é esperado que mudanças de estrutura de capital tenham custo zero e que a mesma, dadas à disponibilidade de informações, esteja sempre próxima de seu ponto ótimo. A VAEC, nesse modelo, seria quase ilimitada e instantânea. No entanto, no mundo real existem custos de transação, a racionalidade é limitada e os custos das transações existem. A base teórica desse modelo é a teoria da firma, que passa a ser entendida como um nexus de contratos constituídos para minimizar os custos de transação.

A teoria da firma considera que os agentes econômicos são limitados na previsão ex-ante, o que não impede a ocorrência de comportamentos oportunistas ex-post. Dessa maneira, existe a dificuldade de elaboração de contratos completos para alocação justa de direitos entre as partes envolvidas. Complementando a teoria da firma surgem (Jensen e Meckling, 1976), que propõem o problema do agente. Sob essa perspectiva, os donos de uma empresa (o principal), dada a complexidade de operacionalização da firma, se veem obrigados a delegar várias de suas funções para outra pessoa (o agente). Nesse contexto as partes envolvidas procuram obter a maximização de sua utilidade: Os proprietários têm como objetivo a maximização do lucro da empresa e o agente a maximização do seu próprio bem estar, gerando assim o problema da agência.

As teorias financeiras surgem para explicar o comportamento dos gestores frente as decisões de financiamento. Sob a perspectiva da TOT, as empresas rentáveis deveriam usar mais dívidas, na medida em que elas se beneficiariam da dedutibilidade tributária dos juros. Já a POT, preconiza que deve haver uma hierarquia preferida pelos administradores para financiar os investimentos das empresas. Primeiramente, seriam utilizados os recursos



gerados de forma interna. Em seguida, seriam utilizados recursos de terceiros, via endividamento, e a última opção seria a emissão de novas ações. Assim, espera-se que as empresas mais rentáveis tenham maiores condições de se autofinanciar, recorrendo menos ao uso de dívidas.

### **2.1.1 A Trade-Off Theory**

O modelo de trade-off considera imperfeições de mercado como os custos de insolvência, impostos e problemas de agência criados pelo conflito de interesses entre acionistas e controladores ou credores. Nesse ambiente, a estrutura de capital e a política de dividendos são utilizadas para minimizar os custos gerados por essas imperfeições. As firmas maximizam seu valor ao escolherem aqueles níveis de dívida e dividendos que igualam os custos marginais aos benefícios marginais dessas ações. Tendo como enfoque a dívida, existem dois custos que se equilibram: um é a taxa de juros cobrada e o outro é o custo de insolvência, o qual aumenta significativamente quando há uma diminuição da lucratividade, aumento de endividamento, principalmente aqueles com garantias reais e o aumento da volatilidade dos lucros e prejuízos. Já os benefícios percebidos são alcançados com a possibilidade de dedução de impostos.

Nos modelos de agência propostos por (Jensen e Meckling, 1976) e (EASTERBROOK, 1984), existem dois tipos de conflitos. O conflito entre acionista e diretor proprietário, que surge quando o diretor proprietário não possui 100% das ações da empresa. Quanto menos dono do negócio for o diretor, maior será o incentivo em aumentar seus gastos não-produtivos, pois estará arcando com uma menor porção deste custo e se beneficiando integralmente. O acionista, por sua vez, age racionalmente se antecipando ao comportamento do diretor e descontando o valor da firma. Para minimizar tal custo de agência, o diretor proprietário tem que aceitar controles externos, como auditoria, restrições orçamentárias e compensação por resultados, que resultam em custos de agência de abertura do capital.

Da mesma maneira que um indivíduo considerado isoladamente, a razão fundamental do investimento das firmas é aumentar a utilidade dos seus

proprietários. Contudo, esse não é um processo trivial, dado que as preferências intertemporais dos agentes podem ser distintas. É somente a existência de um mercado de capitais perfeito e completo que garante que a maximização da riqueza dos proprietários implique em maximização da utilidade. Essa relação é denominada Teorema da Separação de Fisher na Teoria das Finanças (COPELAND; WESTON; SHASTRI, 2005).

Outro conflito observado é o existente entre os acionistas e credores, que surge porque os contratos são incompletos e incentivam os acionistas a não investirem otimamente. A partir deste conflito, os autores observaram dois tipos de custos de agência da dívida: investimento exagerado e investimento insuficiente. O custo do investimento exagerado se efetiva quando uma firma muito endividada efetua um investimento arriscado com valor presente líquido esperado negativo. Neste caso, se o projeto obtiver sucesso os acionistas recebem maior parte dos lucros. No caso de fracasso, os credores arcam com as maiores perdas. Os credores se antecipam a esta possibilidade e incorporam o custo esperado à taxa cobrada pelo financiamento, o que reduz o valor residual dos acionistas. Este efeito é denominado efeito substituição de ativos.

As firmas mais maduras têm maior probabilidade de investir exageradamente, pois as mesmas tendem a ter mais caixa e menos projetos com VPL atrativo. Já o custo de investimento insuficiente se origina quando as firmas estão insolventes. Neste caso, alguns projetos com valor presente líquido positivo serão desprezados, pois os acionistas, que têm apenas o retorno residual, preferirão não fazê-lo. Novamente, os credores antecipam essas possibilidades e cobram pelo empréstimo mais do que na situação onde tais riscos não existem.

#### **2.1.1.1 A *Static Trade-off Theory* (STOT)**

De acordo com (Frank e Goyal, 2007), nesse submodelo de TOT, os investidores são neutros ao risco e enfrentam uma taxa de imposto progressivo sobre a riqueza ao final de um período de obrigações. Os dividendos e ganhos de capital são tributados a uma taxa única constante. Essa neutralidade ao risco induz o investidor à investir em qualquer instrumento financeiro que ofereça a melhor lucratividade esperada líquida de impostos. A empresa enfrenta uma taxa

de imposto marginal constante na riqueza ao final do período. A empresa pode deduzir juros e pagamentos do principal, mas o investidor deve pagar impostos quando esses pagamentos são recebidos. Existem benefícios fiscais extra dívida, mas eles não podem ser arbitrados entre as empresas. Se a empresa é incapaz de fazer o pagamento da dívida prometido, ela incorre em custos financeiros pesados e entra em estado de insolvência.

#### **2.1.1.2 A *Dynamic Static Theory* (DTOT)**

Também de acordo com (Frank e Goyal, 2007), nesse outro submodelo de TOT, A DTOT prevê a construção de modelos que reconhecem o papel do tempo e requerem a especificação de um número de aspectos que são geralmente ignorados em um modelo de um único período. De particular importância são os papéis de expectativas e custos de ajustamento. Em um modelo dinâmico, a decisão de financiamento correto, tipicamente depende da margem de financiamento que as empresas antecipam no próximo período. Algumas empresas esperam pagar empréstimos no próximo período, enquanto outras esperam adquirir novas fontes de financiamento. Os fundos que serão levantados podem tomar a forma de dívida ou capital próprio. Mais geralmente, um empresa compromete-se com uma combinação de ambos.

#### **2.1.2 A *Pecking Order Theory***

A teoria apresentada por (MYERS, 1983) e (Myers e Majluf, 1984), que mostram como a assimetria de informação influencia nas decisões de financiamento das empresas. A motivação para este estudo é que os gerentes usam informações privilegiadas para se financiarem com ativos arriscados quando a firma está valorizada. Como os financiadores são racionais, eles antecipam esta ação e descontam o valor da firma quando ativos arriscados são utilizados para implementação de novos projetos.

Myers (1983) sugere que os custos de emissão de dívidas de alto risco ou de aumento de capital próprio superam as forças que determinam a do capital ótimo da TOT, oferecendo como solução a POT. Para minimizar os custos de

informação assimétrica e outros custos de financiamento, as empresas se financiariam primeiro com os lucros retidos, em seguida, com as dívidas de baixo risco, em seguida, com as dívidas de alto risco e, finalmente, sob pressão, com a emissões de novas ações.

Assim, o financiamento por estes meios é interpretado pelo mercado como uma má notícia, e na data do anúncio sobre a emissão de novas ações, o valor de mercado das antigas ações cai. Os gerentes também antecipam este desconto e, por isso, não implementarão alguns investimentos com valor presente líquido maior que zero se não possuírem recursos em caixa, uma vez que causariam perda de capital para os sócios atuais. Logo, para minimizar os custos desta assimetria de informação, as firmas financiam seus investimentos seguindo uma ordem hierárquica de recursos: recursos próprios, títulos sem risco, títulos arriscados e, por último, emitindo novas ações.

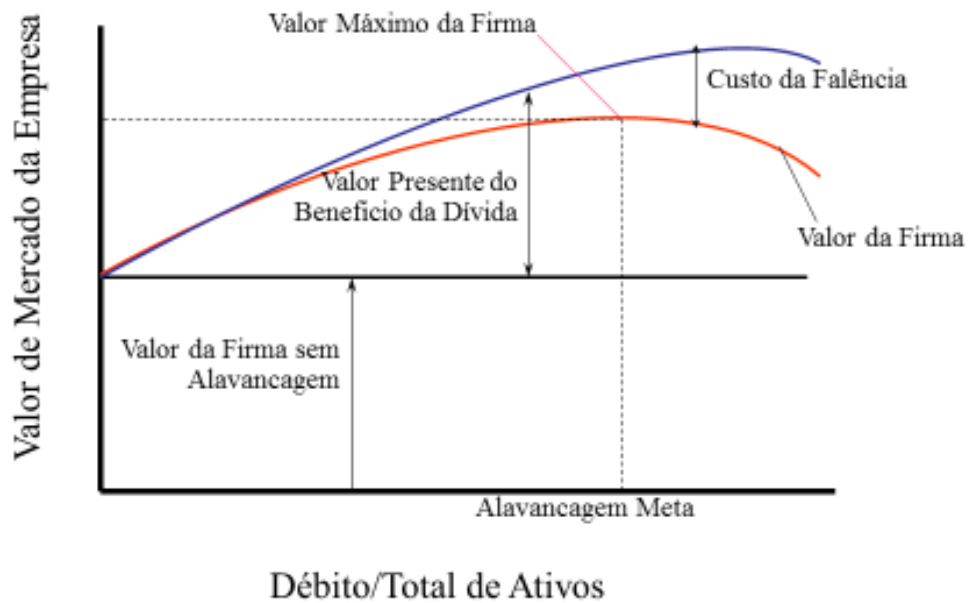
### **2.1.3 A Dinâmica da Estrutura do Capital e a VAEC no Contexto da TOT.**

O modelo usado nessa dissertação, assume que existe a estrutura de capital ótima e que a empresas buscam conscientemente esse ponto no qual o benefício da dívida seja ótimo. Portanto, essa dissertação se baseia na TOT. Também é levado em consideração o papel do tempo na estrutura de capital ótima, portanto é usada a sub-base teórica da DTOT.

A partir da base teórica do TOT e da DTOT, podemos deduzir que existe um ponto ótimo para a estrutura de capital, que se encontra entre o nível ótimo do benefício da dívida e o ponto em que a empresa se encontra em situação pré-falimentar (Figura 1). Partindo do pressuposto que o objetivo da empresa é a maximização dos lucros, Os gestores irão sempre buscar o ponto ótimo de capital. Conforme já exposto, esse ajuste não é instantâneo por que existem custos associados com a mudança da estrutura de capital (como na emissão de novas ações, lançamento de debentures, refinanciamento da dívida, etc). Esses custos acarretam em um modelo de ajuste parcial da estrutura de capital conforme proposto por (Fama e French, 2002; Jalilvand e Harris, 1984). Ou seja, por essa teoria, as empresas vão fazendo vários ajustes marginais para tentar alcançar o nível otimizado da estrutura de capital.

Dentro desse debate das teorias financeiras, (Elkamhi, Pungaliya, e Vijn, 2014) apontam que boa parte da literatura se mobilizou para entender se as empresas tem realmente uma estrutura de capital meta, conforme proposto pela TOT. Seis(6) trabalhos analisados nessa dissertação citam nominalmente que as empresas estudadas apresentaram evidencias de ter uma estrutura meta e que o comportamento se dá conforme previsto pela TOT (Byoun, 2008; Faulkender, Flannery, Hankins, e Smith, 2012; Haron e Ibrahim, 2012; Koufopoulos e Lambrinoudakis, 2012; Oztekin, 2009; Ramjee e Gwatidzo, 2012). Somente um (1) trabalho pesquisado negou a existência de uma estrutura de capital meta (Koufopoulos e Lambrinoudakis, 2012). Oztekin (2009) complementa que a TOT prediz que deva existir uma ligação entre alavancagem e valor da firma, e os administradores tendem a agir pro-ativamente no sentido de re-balancear a dívida buscando deixa-la sempre perto do ponto otimizado. Nesse sentido dois (2) trabalhos posteriores encontraram relação econômica entre VAEC e valor da firma (CLARK, 2013; ELKAMHI; PUNGALIYA; VIJH, 2014), Clark encontrou evidencias de que o impacto econômico de uma maior VAEC, nas empresas pesquisadas, foi entre 1% e 5% do total de ativos da empresa. Já Elkamhi et al. encontrou que a VAEC tem relação inversa com o custo de capital.

Essas pesquisas empíricas sinalizam que deva existir uma estrutura de capital ótima e que uma maior VAEC resulta em impacto econômico positivo para uma empresa. Essas duas assertivas tornam mais relevantes o estudo do tema, que ainda é insipiente na literatura e poucas vezes foi abordado no Brasil.



**Figura 1- Relação do Valor da Empresa e a Dívida Segundo a TOT<sup>1</sup>**

A partir da Figura 1 pode-se observar que o valor da firma aumenta quando o endividamento aumenta, já que o custo dos juros pode ser usado para abater dos impostos. Isso é chamado de benefício da dívida. No entanto, quando o endividamento se torna arriscado, começam a ocorrer os custos de falência e o valor da firma começa a decrescer. O ponto de equilíbrio entre o máximo benéfico da dívida com o mínimo de risco de falência é dito o ponto de alavancagem ótima, que no gráfico é reta que tangencia o valor da firma.

<sup>1</sup> Figura adaptada a partir de <http://academlib.com/management/>

## 2.2 Modelo Teórico

O estudo da estrutura de capital nasceu, praticamente, junto com a Contabilidade moderna. Estudar como uma empresa capta, como administra e quanto custam seus recursos financeiros é essencial para o entendimento de sua estratégia. Todo estudo acadêmico deve prezar pelo aporte de teorias respaldadas pela academia. Recentemente, em um estudo bibliométrico de 2013, envolvendo artigos que pesquisaram acerca da estrutura de capital e que teve como amostra sete revistas internacionais e nove nacionais (Coelho, Pavão, Sehnem, Alberton, e Marcon, 2013), verificaram que 54,28% dos 35 artigos da amostra continham a POT e a TOT como teorias presentes para explicar o comportamento da estrutura de capital. A POT estava presente em 48,57% dos artigos e a TOT em 20% da amostra.

Essa visão da necessidade de duas principais teorias para explicar o comportamento da estrutura de capital é complementada por (Huang e Ritter, 2009), que apontaram que nenhuma dessas teorias é capaz de sozinha, explicar todos os padrões de séries temporais e *cross-section* que foram documentados. A importância relativa dessas explicações tem variado em diferentes estudos. Em geral, a POT desfrutou de um período de ascensão na década de 1990, mas na última década houve maior ascensão da TOT.

Em seu trabalho seminal, (Modigliani e Miller, 1958) argumentam que a curva de custo da estrutura de capital não converge para um ponto ótimo, como era esperado. No entanto, essa pesquisa não levou em conta os custos dos impostos. O próprio autor retifica sua posição quanto ao tema em 1971 (WESTON, 1981). Desde então, começou a haver algum consenso de que a estrutura de capital ótima existe. Um grande problema é que não existe um modelo de consenso aceito pela economia para explicar o comportamento da estrutura de capital ótima. Os pontos de consenso encontrados são que a estrutura de capital é dinâmica e se movimenta na mesma direção do preço de suas ações. (Boot e Thakor, 2011). A partir desse conceito que a estrutura de capital ótima existe e de que a mesma é dinâmica, pode-se concluir que existirá uma VAEC que leve uma estrutura de capital do seu ponto atual para o seu ponto ótimo.

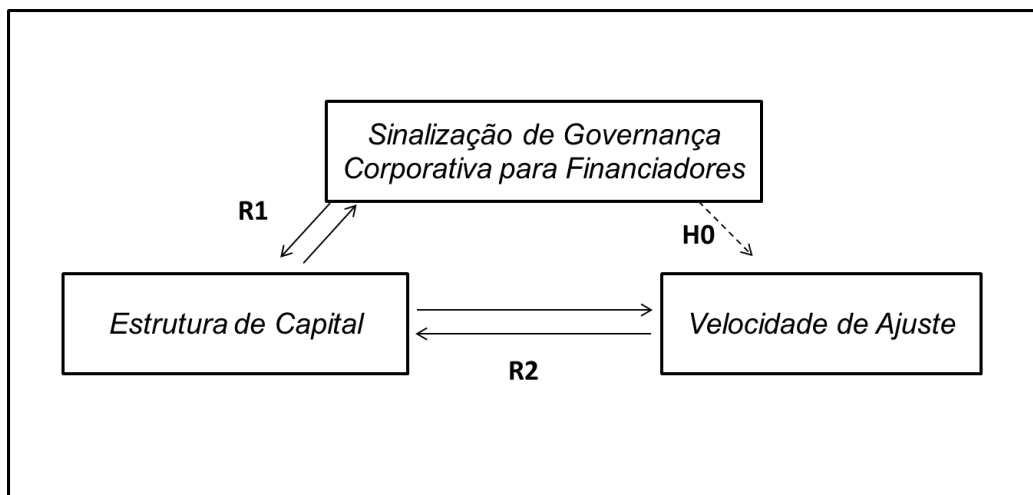
A TOT considera a existência de um ponto de endividamento ótimo. A linha de pensamento da TOT é que, nas empresas endividadas, os juros da dívida pagos podem compor as despesas, reduzindo o lucro e conseqüentemente os impostos. Portanto, as empresas endividadas teriam uma vantagem competitiva em relação às empresas não alavancadas - o chamado benefício da dívida.

Por outro lado, se o benefício for menor do que o aumento do custo da produção, decorrente dos juros, esse benefício marginal passaria a ser negativo. Outro efeito negativo do endividamento é que, quando excessivo, o mesmo aumenta o risco do negócio, especificamente o risco da falência. Esse risco pode ser percebido pelo mercado, que se defende de um possível *default* aumentando os juros da empresa, o que faz com que a dívida deixe de ser um benefício e se transforme em um ônus.

Esse raciocínio, chamado de trade-off da dívida, deixa implícito que deve existir um ponto ótimo de endividamento, aonde a função benefício da dívida seja otimizada. Portanto a existência da VAEC está vinculada com a TOT, já que a VAEC é a velocidade que a estrutura de capital demora para chegar até o ponto ótimo de endividamento. Seria difícil trabalhar o conceito da VAEC a partir da POT.]

Um dos problemas da lógica da TOT, é que esse ponto ótimo, geralmente, só pode ser calculado *ex-post*, ou seja, após a ocorrência dos fenômenos, já que *ex-ante* a empresa não tem controle completo sob sua real necessidade de endividamento, taxa de juros futura, situação do mercado, risco de falência, etc. Outros pesquisadores entendem que existe suficiente informação para que as decisões sejam tomadas de forma a perseguir a estrutura de capital ótima. Esse estudo vai assumir essa corrente de pensamento: A estrutura ótima de capital deve existir e as empresas tendem a perseguir a mesma, objetivando a maximização do resultado econômico.





**Figura 2- Relações em Estudo na Dissertação**

### **2.2.1 Introdução à Emissão de ADRs**

De acordo com (BRUNI, 2002), mais antigos que os euromercados, os American Depositary Receipts (ADRs), ou Recibos Americanos de Depósito, têm se destacado no processo de globalização dos mercados de capitais, possibilitando a aquisição e negociação de valores mobiliários estrangeiros nos Estados Unidos, além do acesso das companhias emissoras de títulos ao principal mercado de capitais mundial.

As ADRs são classificados em nível I, II e III, conforme as características determinadas pela CVM: A decisão de emitir ADR Nível I Não Patrocinado parte de uma instituição depositária, que solicita o registro do programa à CVM e à BM&FBOVESPA, sem envolvimento da empresa estrangeira emissora dos valores mobiliários, lastro desses ADRs. Para a emissão dos ADRs II e III a empresa estrangeira contrata uma instituição depositária que providencia a estruturação do lançamento do programa no Brasil, o registro da companhia e do programa na CVM e a listagem dos ADRs na BM&FBOVESPA. No caso dos ADRs Nível III, a empresa estrangeira pode captar recursos no Brasil, para isso há a necessidade de registro na CVM da oferta de ADRs. (Fonte: BM&FBOVESPA)

Ou seja, somente os ADRs de nível II e III serão negociados na bolsa através do Home Broker. ADRs de Nível I Não Patrocinados só podem ser

negociados por investidores institucionais em balcão e, para participar, o investidor pessoa física deve comprar quotas de fundos que possuam estes títulos.

De acordo com Bruni, historicamente, os ADRs foram os primeiros tipos de recibos de depósito de ações desenvolvidos. Foram introduzidos em 1927 pelo Morgan Guarantee Trust, antecessor do atual banco J. P. Morgan, em virtude de lei inglesa que proibia as companhias britânicas de registrarem ações no exterior sem utilizar um agente de transferência sediado no próprio país (as ações do Reino Unido não podiam sair, fisicamente, da Inglaterra). Portanto, para acomodar a demanda do mercado americano, criou-se um instrumento financeiro nos Estados Unidos.

Ainda citando Bruni, os ADRs são instrumentos de negociação em dólares americanos, emitidos nos Estados Unidos por um banco depositário, representando propriedade de valores mobiliários estrangeiros, geralmente conhecidas como ações ordinárias subjacentes. Os ADRs possibilitam a aquisição e negociação de valores mobiliários estrangeiros em dólar americano por investidores americanos, sem a preocupação com prazos diferentes de liquidação e com problemas normalmente associados aos mercados estrangeiros. Eles possibilitam, também, o acesso das companhias estrangeiras aos mercados de capital norte-americano, ou seja, o acesso à maior base de investidores domésticos de todo o mundo.

### **2.3 Expectativas das Empresas que Emitem ADRs**

As empresas que emitem ADRs Conforme assinalou (Garcia, Sato, e Caselani, 2004; Inanças et al., 2006; Oliveira et al., 2002), buscam entre outros fatores o acesso ao mercado de capitais norte-americano, aumento do número de acionistas e o potencial de liquidez da empresa; a precificação mais justa nos mercados de origem; redução do risco; aumento da transparência nas informações devido ao maior número de investidores e aos padrões contábeis mais rigorosos; ampliação das alternativas de obtenção de recursos, cujos custos menores resultariam na redução do custo de capital; aumento da liquidez

e da eficiência do mercado de capitais, com custos de transação menores; e a consolidação da reputação no mercado externo.

Podemos observar que essa cobiça por um mercado de capitais mais eficiente, também acarreta maiores exigências para as empresas que emitem ADRs, e essas acabam por aumentar seu nível de governança corporativa conforme os trabalhos de (Oliveira, Julia, e Villalobos, 2002; A. D. M. da Silveira, 2004; A. Da Silveira e Perobelli, 2009; Zóboli Dalmácio, 2009). Pode-se inferir que o aumento da GC acaba sendo um pré-requisito da emissão de ADR's.

Empresas que buscam o endividamento no mercado americano têm demanda maior por transparência e regras de *disclosure* mais efetivas, já que as exigências da bolsa de valores de Nova Iorque são mais rígidas do que a da BMF&Bovespa. Também nesse mercado internacional, são exigidos melhores procedimentos de controle da gestão das empresas e maiores direitos para os acionistas – de forma a protegê-los contra expropriações de riquezas por parte dos controladores. Dessa maneira é de se esperar que empresas que emitem títulos de ADRs possuam governança superior daquelas que não optam por esse tipo de financiamento. Portanto, é mais do que justificada que a emissão de ADRs seja uma proxy eficiente para a captura da GC.

## **2.4 Relação Entre Governança Corporativa e Estrutura de Capital**

O estudo acerca da relação entre GC e estrutura de capital é relativamente recente. Os trabalhos de (Driffield, Mahambare, e Pal, 2007; Du e Dai, 2005; Rocca, 2007) forneceram evidências de que os mecanismos presentes na GC afetam as decisões de estrutura de capital. Mas recentemente, os trabalhos (Al-Najjar e Hussainey, 2011; Morellec, Nikolov, e Schuerhoff, 2012) também apresentaram relações entre a GC e a Estrutura de Capital. (Al-Najjar e Hussainey, 2011) demonstraram que as características de empresas, incluindo o tamanho da empresa, negócio risco, taxa de crescimento, rentabilidade e tangibilidade dos ativos têm um impacto sobre a estrutura de capital das empresas. Os autores também apontaram que as características de governança corporativa, incluindo tamanho do conselho e presença de conselheiros externos, também têm efeito sobre a estrutura de capital das empresas.

(MORELLEC; NIKOLOV; SCHUERHOFF, 2012) encontrou relação entre os custos de agencia e a estrutura de capital.

O conceito de que a mudança da estrutura de capital não ocorre instantaneamente, se baseia, como já explicado anteriormente, na TOT. No entanto, em um raciocínio lógico de observação do mundo real, pode-se perceber que dificilmente uma só ação em uma determinada empresa levaria a estrutura de capital do estado atual para um otimizado de forma instantânea. É de se esperar que várias decisões e ações dos diretores e de outros agentes façam com que a estrutura de capital se modifique ao longo do tempo. Portanto esse ajuste teria uma velocidade: A VAEC. Sendo assim, o impacto nas mudanças que ocorrem na estruturas de capital, devem alterar a VAEC. Aprofundando ainda mais a questão, as mudanças da estrutura de capital, relacionadas com a Governança Corporativa (GC), relacionadas no parágrafo anterior é exatamente o objeto de estudo da dissertação.

Como apresentado na **Figura 2**. A relação um (**R1**) representa a relação entre a mudança da GC de uma empresa como forma de sinalizar o mercado e buscar condições de financiamento melhores e sua estrutura de capital. Já a relação dois (**R2**) verifica a relação direta e especifica entre e a estrutura de capital e a VAEC a partir da influência de **R1**. Essa interação gera uma relação não diretamente observável(em tracejado) que é exatamente a relação da hipótese de pesquisa (**H0**), a relação entre o impacto da alteração da GC e a VAEC. Observa-se, também, que a VAEC é uma consequência de duas premissas: Primeira, da própria existência de uma estrutura de capital ótima; e a segunda, de que os administradores pro-ativamente tomam decisões visando atingir a estrutura de capital meta e a consequente minimização do custo de capital.

Esse estudo contribui de várias maneiras com as pesquisas anteriores. Primeiro, por se tratar de uma área recente de pesquisa, que tem pouquíssimos trabalhos publicados. Segundo, por ser um estudo pioneiro no Brasil, que associa a GC, a emissão de ADRs e a velocidade de ajuste de capital. Pesquisar acerca da governança corporativa é investigar a estrutura conceitual que foi desenvolvida com o objetivo de tornar o mercado de ações mais transparente e competitivo buscando assim contribuir para diminuir a assimetria informacional entre as partes interessadas. Ao se estudar o relacionamento entre governança

e o comportamento da VAEC, tem-se o objetivo de tentar prever o comportamento da estrutura de capital tendo como lente focal a governança. Como objetivo primário se procura sinalizar os governos, organizações, mercados, financiadores e investidores em geral de qual seria o ambiente adequado para aumentar a dinâmica da VAEC em direção à estrutura de capital ótima, tornando o mercado possivelmente mais eficiente.

A governança corporativa tem como um dos seus objetivos reduzir os custos de agência e os custos de monitoramento dos contratos, visando garantir um *setup* eficiente da organização. A motivação para adoção da filosofia da governança corporativa repousa na existência de problemas de agência e na inexistência de contrato. A GC, pode portanto, ser entendida como fruto do crescimento da empresa e da consequente delegação de poderes do proprietário para os agentes. A GC nesse contexto, pode ser entendida como uma plataforma que tem como finalidade garantir que cada parte interessada dentro e fora da empresa tenha um tratamento justo e receba sua parte acordada de capital.

## **2.5 Evidências Empíricas de Fatores que Afetam a VAEC**

A partir do protocolo descrito no apêndice I, foram verificados diversos trabalhos que encontraram os principais fatores que afetam a VAEC.

(Jalilvand e Harris, 1984) e (Fama e French, 2002) encontraram que a relação entre a distribuição de dividendos e a VAEC é negativa, ou seja empresas que pagam dividendos de velocidade ajuste inferior dos seus pares que não pagam.

O Trabalho de (NIVOROZHKIN, 2004) apresenta que a VAEC está positivamente associada com o tamanho da distância entre a alavancagem atual e a meta no caso das empresas da Bulgária e apresenta associação neutra na República Tchecas. O autor sugere que isso se deve à maior oferta de crédito na Bulgária e o perfil conservador das políticas do setor bancário na República Tcheca.

Já (BYOUN, 2008), encontrou que os ajustes na estrutura de capital ocorrem quando as empresas estão acima da meta de endividamento e com situação financeira positiva ou quando elas estão abaixo da meta de

endividamento e situação financeira negativa. Ele conclui que as empresas parecem preservar sua capacidade de endividamento para o futuro, evitando os custos de novas emissões ou recompra de ações.

Lockhar (2008) encontrou que as empresas com baixa alavancagem e com linha de crédito disponível tem VAEC 50-70% superior quando comparadas com empresas com baixa alavancagem, mas sem linha de crédito disponível. Ele explica que o benéfico do baixo custo transacional associado com uma linha de crédito disponível é ofuscado por uma maior demanda de liquidez se a empresa se encontra no grupo das mais alavancadas. Ele completa que para esse grupo, a VAEC é maior quando comparadas com empresas de grupos alavancagem inferiores, mas essa velocidade não está associada com a disponibilidade de linha de crédito, quando a necessidade de caixa é alta, mas a VAEC desse mesmo grupo é atenuada quando a necessidade de caixa é baixa. O Autor conclui que a importância de se considerar a demanda da firma para a flexibilidade e liquidez das linha de credito.

Elsas e Florysiak (2011) encontraram evidências de heterogeneidade acentuada, onde a VAEC é mais elevada: 1. Se os custos de oportunidade de desvio de um alvo é elevada ( por exemplo para as empresas com alto déficits de financiamento de empresas médias ou pequenas. 2. Quando os desvios de alavancagem alvo são elevados nos dois sentidos. 3. Se as empresas têm alto risco de inadimplência, especialmente as empresas em dificuldades financeiras. Os autores sugerem que outros fatores possam influenciar a VAEC e sugerem investigar o stress financeiro da firma e o nível de governança corporativa da empresa.

Faulkender et al. (2012) chegam a conclusão que os fluxos de caixa afetam substancialmente a decisão endógena para ajustar a alavancagem. As estimativas dos autores mostram que as empresas com grande fluxo de caixa (positivo ou negativo) tendem a fazer mudanças mais agressivas em seus índices de capital. Ou seja, os ajustes de alavancagem são mais susceptíveis de serem feitos quando os custos de ajustamento são "compartilhados" com operações relativas à caixa operacional da empresa. flui. As empresas mais alavancadas fecham 80% da distância da alavancagem meta quando o movimento está atrelado a necessidade de caixa. Já as empresas subalavancadas só diminuem 39% da distância. Os autores também acharam que

as restrições financeiras afetam a velocidade VAEC. As empresas que pagam dividendos ou têm um bom rating de crédito ajustam substancialmente mais rápido do que empresas restritas quando eles estão sub alavancadas, e relativamente mais lentas quando são sobre alavancadas. Os autores concluem que os resultados empíricos são consistentes com a TOT.

Mukherjee e Wang (2013) alegam que, baseado na análise custo benefício da dívida, a VAEC está relacionada com a alavancagem inicial. Ele demonstra que a alavancagem inicial está relacionada com uma diferença de 10,4% pontos percentuais da VAEC, o que seria muito, já que a VAEC média é de 12% nas empresas estudadas. O autor também conclui que o ajuste é assimétrico, com VAEC mais sensível em empresas sobre alavancadas e menos sensível em empresa sub alavancadas.

A partir desses trabalhos, pode-se deduzir que um trabalho que vise analisar os fatores que afetam a VAEC terá que levar em conta que a VAEC de uma empresa pode ser afetada pelo pagamento ou não de dividendos (Fama e French, 2002; Jalilvand e Harris, 1984), por sua posição atual de alavancagem (Byoun, 2008; Elsas e Florysiak, 2011; Faulkender et al., 2012), posição de caixa (BYOUN, 2008; FAULKENDER et al., 2012; LOCKHART, 2008), disponibilidade de linha de crédito (FAULKENDER et al., 2012; LOCKHART, 2008); nível de endividamento e risco de inadimplência (Elsas e Florysiak, 2011) com realização de alto fluxo de caixa (positivo ou negativo) e a alavancagem inicial (Mukherjee e Wang, 2013).

## **2.6 Evidencias Empíricas entre GC e a VAEC**

Foi feita uma busca de todos os trabalho que tivessem associados a GC e a VAEC, conforme o **Quadro 1**.

**Quadro 1 – Trabalhos que Trataram da Relação GOV e VAEC**

Trabalho	Contribuição em Relação a VAEC	Maior GC Maior VAEC
(Oztekin, 2009)	Os resultados do autor sugerem que os custos e benefícios de ajustamento desempenham um papel importante na VAEC. O ajustamento é significativamente mais rápido em países com melhor proteção e aplicação de direitos dos investidores, mais fortes sistemas judicial e financeiros, e melhor governança de empresas e da governo. O autor completa que seu achados providenciam forte suporte a TOT.	Não Rejeita
(ZAPPA, 2011)	Os resultados mostram que a boa governança corporativa está correlacionada a uma aceleração da velocidade de ajuste. Uma empresa que na média demorava 2,5 anos para atingir seu nível ótimo na estrutura de capital, passa a ajustá-lo em pouco mais de 1 ano, após aderir a práticas mais rígidas de governança corporativa, praticamente mantendo-se constantemente na sua estrutura ótima de capital.	Não Rejeita
(LIAO, 2012)	O autor encontrou evidências de que quanto mais fortes as estruturas de governança em uma empresa, menor será a distância entre a alavancagem atual e alavancagem meta. O autor complementa que a VAEC em empresas com estruturas de governança mais fortes, é substancialmente maior tanto para empresas sub como para empresas sobre alavancadas.	Não Rejeita
(CHANG; CHOU; HUANG, 2014)	O estudo dos autores encontrou que empresas sobre alavancadas com fraca GC apresentam VAEC mais lenta do que as empresas com forte GC. Eles fazem uma ligação de VAEC e risco de compra agressiva (takeover), sendo que empresas com baixa governança estão menos propensas a diminuir sua alavancagem, pois usam a dívida como arma para afastar potenciais compradores hostis. Empresas sub alavancadas com fraca GC tendem a ter VAEC menor quando comparada com as de forte GC.	Não Rejeita



Em sua tese de Doutorado, (OZTEKIN, 2009) pesquisou 15,177 empresas de 37 países em um período de sete anos e encontrou que a estrutura de capital não é somente fruto das suas características, mas também do ambiente legal em que atua. Encontrou que a explicação para o comportamento da VAEC, segue a teoria da TOT e confirmou a sua hipótese, de que em países com melhor proteção e a melhor observância dos direitos dos investidores, com sistemas judiciais, legais e financeiros mais fortes e com melhor governança corporativa e governança política, apresentam VAEC superior as firmas que se encontram em países que não apresentam essas características. Esse resultado era esperado a partir das premissas dessa dissertação. Se a governança corporativa afeta a VAEC (governança Interna), é de se esperar que as características de governança de um país (governança externa), afetem também a VAEC de uma empresa

A partir de 2011, verificou-se que algumas pesquisas começaram a apontar que o estudo do impacto da Governança Corporativa deve ser mais explorado dentro da discussão acerca da VAEC (Cotei, Farhat, e Abugri, 2011; Elsas e Florysiak, 2011; Graham e Leary, 2011), o que foi oportunamente feito por (CHANG; CHOU; HUANG, 2014; LIAO, 2012; ZAPPA, 2011).

O segundo trabalho encontrado foi o de (ZAPPA, 2011). Em sua tese de mestrado o autor, utilizando como amostra os dados anuais de companhias brasileiras de capital aberto negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), entre os anos de 1998 e 2009, que apresentavam pelo menos dois anos contíguos de informações e sem omissão de dados para depreciação, EBIT, ativo imobilizado, ativo total, e valor de mercado das ações e que não pertenciam ao setor financeiras. O autor não rejeitou  $H_0$ , o que implica dizer que a governança corporativa possui influência na VAEC.

O terceiro trabalho foi o de (LIAO, 2012), e foi a primeira tese de doutorado encontrada por essa pesquisa, e teve impacto na metodologia e hipóteses dessa dissertação. A amostra do autor incluiu empresas, a maioria americanas, listadas na NYSE, AMEX e NASDAQ do Compustat para o período 1996-2008. Foram excluídas da amostra as empresas do setor financeiro e as que os ativos totais fossem inferiores a US\$ 10 milhões. O autor encontrou que, quanto mais fortes são as estruturas de governança de uma empresa, menor é o desvio entre a estrutura de capital atual de sua empresa e a meta, confirmando a

hipótese dessa dissertação. Nesse mesmo estudo, não conseguiu encontrar relação linear entre a VAEC e a GC, mas ao dividir a amostra em empresas sub-alavancadas e super-alavancadas, encontrou que a VAEC é superior em ambas sub-amostras nas empresas com maior índice de governança. O que pode ser entendido que em situações extremas de alavancagem, a GC tem maior impacto sobre a VAEC.

Por fim, o método de varredura encontrou o quarto trabalho; a pesquisa de (CHANG; CHOU; HUANG, 2014), que teve como amostras as empresas do Compustat que abrange o período 1993-2009, excluindo as empresas financeiras e aquelas que não apresentarem pelo menos dois anos consecutivos de observações. A encontrou o mesmo resultado que a de Liao: a VAEC é superior em empresas com maior GC, tanto no grupo das sub-alavancadas como nos das super-alavancadas. O autor também encontrou relação entre o risco de takeover (compra hostil de uma empresa) e a VAEC.

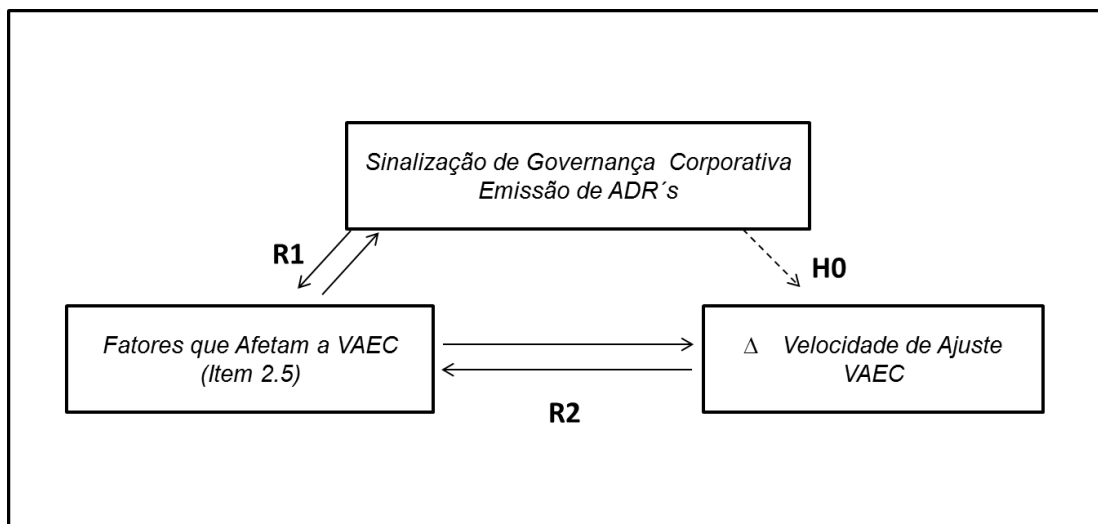
Em resumo, nenhum dos trabalhos encontrados (Chang et al., 2014; Liao, 2012; Zappa, 2011; Oztekin 2009) foi rejeitada a hipótese de que quanto maior o nível de governança corporativa, maior será a velocidade de ajuste da estrutura de capital (VAEC). Portanto, em todos os trabalhos que essa pesquisa teve acesso, os autores encontraram relação positiva entre a GC e a VAEC. No entanto, o campo de pesquisa é muito recente e nenhum trabalho verificou o link de necessidade de fontes de financiamento internacional como driver para o aumento da GC e sua possível relação com a VAEC.

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Parte dos procedimentos aqui descritos foram baseados na tese de doutorado de (LIAO, 2012). O estudo do autor envolveu todas as ações não financeiras listadas na bolsa americana entre os anos de 1996 e 2008, nos Estados Unidos. Esse estudo usou equação de ajustes parciais proposta por (Fama e French, 2002; Jalilvand e Harris, 1984) para medir a alavancagem e o modelo proposto por (Mukherjee e Wang, 2013) para medir a VAEC. Já para proxy de governança, foi utilizado um índice de governança baseado em 6 fatores: tamanho do conselho de administração da empresa, presença do CEO no conselho de administração da empresa (dualidade), percentual de membros do conselho de administração que são externos à empresa, relação entre pacote de benefícios dos altos gestores e total de remuneração da empresa, relação entre o controle acionário principal e a média de mercado e por último percentual de acionistas que possuem acima de 5% do capital da empresa.

A proposta dessa dissertação é adaptar o estudo para o mercado de ações brasileiro, utilizando os mesmos modelos teóricos da tese de (LIAO, 2012), excetuando no que tange a proxy de governança, o índice de governança será substituído pela dummy de emissão de ADRs, que pode ser percebido como o julgamento do mercado americano acerca no nível de governança mínimo para uma empresa, no caso desse trabalho, brasileira, para emitir papeis no mercado americano. Essa substituição pode ser considerada como uma limitação do modelo, mas se justifica pelas diferenças de disponibilidade de informações entre o mercado acionário americano e o brasileiro. Visando não ter a influência da Crise de 2008, o período estudado será de 2009 até 2014. O estudo tem como motivação um melhor entendimento da teoria financeira, da dinâmica da estrutura de capital e principalmente do relacionamento entre a GC e a VAEC, dentro do contexto nacional.

Definidos as principais teorias e elementos de sustentação dessa pesquisa, podemos propor o primeiro modelo que será testado, conforme a **Figura 3**.



**Figura 3 – Relação entre as Variáveis do Modelo**

Liao (2012) defendeu sua tese de doutorado com o tema da relação entre GC e velocidade de ajuste da estrutura de capital. O autor encontra evidências empíricas de que empresas com níveis superiores de GC possuem velocidade de ajuste para a estrutura de capital superior à das empresas com GC inferiores. Já (CHANG; CHOU; HUANG, 2014), que usou a plataforma teórica proposta por (MORELLEC; NIKOLOV; SCHUERHOFF, 2012) e também analisa o impacto da GC na dinâmica de estrutura de capital, encontrou que empresas com alta alavancagem e dotadas de baixo nível de GC tem velocidade de ajuste inferior as das empresas com estruturas GC superiores. No entanto, (CHANG; CHOU; HUANG, 2014) argumenta que o modelo de Morellec não levou em consideração o impacto que às ameaças de compra hostil (*takeover*) tem sobre a velocidade de ajuste da estrutura de capital. Mas, ao contrário de Morellec, ele propõe que a diferença de velocidade de ajuste não é em função do poder disciplinador da dívida, e sim fruto do mecanismo de defesa das empresas altamente endividadas frente à ameaça de um *takeover* agressivo.

### 3.1 Justificativa e Equações do Modelo

Conforme estabelecido no referencial teórico, temos que a VAEC é afetada pela distribuição ou não de dividendos, alavancagem inicial, nível de

alavancagem atual, posição de caixa, disponibilidade de linha de crédito, nível de endividamento, risco de inadimplência e a expectativa de realização de fluxo de caixa relevante.

Para o cálculo da alavancagem inicial será utilizado o modelo de (WELCH, 2011), essa relação será utilizada como alavancagem inicial da empresa (Levit) e definida como:

$$(1) \quad Lev_{it} = \frac{FD_{it}}{FD_{it} + S_{it}P_{it}}$$

Onde  $FD_{it}$  é o dívida financeira da firma  $i$  no tempo  $t$ ,  $S_{it}$  é o número de ações ordinárias e  $P_{it}$  denota o preço por ação da firma  $i$  no tempo  $t$ . Em sua tese, Liao (2012) explica que esse modelo apresenta vantagem em relação a alavancagem que utiliza o balanço financeiro (Relação dívida/PL) já que essa especificação evita a razão dos passivos não financeiros, assegurando que o denominador é capital financeiro e não o total do ativo.

É de se esperar que na média, empresas listadas em bolsas de valores e com boa governança, apresentem ao final de um período contábil uma estrutura de capital mais otimizada do que aquela apresentada no início do ciclo, *ceteris paribus*. Partindo desse pressuposto e seguindo o proposto por (Lemmon, Roberts, e Zender, 2008), o modelo de alavancagem meta é obtido a partir de um vetor defasado de características de uma firma específica e de uma indústria específica conforme a equação abaixo:

$$(2) \quad Lev^*_{it} = \alpha_i + \beta X_{i,t-1}$$

Aonde  $Lev^*_{it}$  representa a alavancagem meta da empresa  $i$  no ano  $t$  e  $X_{i,t-1}$  representa o as características da firma no tempo  $t-1$ .

As características da firma utilizadas foram as mesmas variáveis identificadas no referencial teórico como aquelas que afetam a VAEC de uma empresa: O logaritmo neperiano das vendas (o log foi utilizado visando equalizar um pouco mais essa variável), o índice de valor de mercado sobre valor contábil,

a lucratividade, a tangibilidade do ativo, a sensibilidade do fluxo de caixa e o pagamento ou não de dividendos.

O modelo básico da equação de ajuste parcial que será usada nessa pesquisa é:

$$(3) \quad Lev_{it} - Lev_{it-1} = Vaec(Lev^*_{it} - Lev_{it-1}) + \varepsilon_{it}$$

Aonde,  $Lev^*$  é a alavancagem meta. Quando  $Vaec=1$  o ajuste é instantâneo. Substituindo (2) na equação (3) temos a equação (4), a forma reduzida do modelo, muito usado na literatura (Huang e Ritter, 2009; Lemmon et al., 2008).

$$(4) \quad Lev_{it} = Vaec.a(Lev^*_{it} - Lev_{it-1}) + Vaec.bControl_{i,t} + Lev_{it-1} + Vaec.c(DumADR * Lev_{it}) + \varepsilon_{it}$$

Onde  $Control_{i,t}$  são as variáveis de controle da firma  $i$  no tempo  $t$ , avalizadas no referencial teórico da pesquisa, incluindo o desvio inicial (Mukherjee e Wang, 2013) a realização do fluxo de caixa (FAULKENDER et al., 2012), tamanho da firma (Jalilvand e Harris, 1984) e o indicador de pagamento de dividendos (Fama e French, 2002). Para capturar o impacto da governança (emissão de ADR's) será incorporado a dummy de emissão de ADR ( $DumADR$ ) interagindo com a alavancagem.

Para o cálculo da realização do fluxo de caixa, será usado o modelo proposto por (FAULKENDER et al., 2012).

$$(5) \quad CF_t = \frac{OIBD_{i,t} - TXT_{i,t} - XINT_{i,t}}{AT_{i,t-1}} \quad -- \quad CAPX_t$$

Aonde o  $OIBD_{i,t}$  é o lucro antes de depreciação,  $TXT$  é o total de impostos alocados nas demonstrações financeiras,  $XINT$  são os juros pagos. Observe que

esse numerador equivale exatamente ao EBTIDA, que foi a variável do Economática usada nesse estudo. O CAPX é média aritmética dos gastos de capital deflacionados pelo total de ativos (AT) para todas as empresas  $i$  não financeiras listadas na BM&FBOVESPA.

### 3.2 Procedimentos Econométricos

Foram incluídas na amostra todas as empresas listadas no BM&FBOVESPA. Os valores coletados de todas as variáveis foram atualizados (procedimento disponível no próprio Economática) conforme o índice de inflação oficial. Esse procedimento é necessário já que a inflação no período estudado (2009-2014) foi de 35,63%.

Inicialmente, se inseriu no banco de dados a alavancagem da empresa, utilizado a equação (1). Segundo, foi calculado a alavancagem meta a partir da equação (2) e conforme proposto pela tese de (LIAO, 2012) o método econométrico utilizado foi a regressão de TOBIT com duplamente censurada, aonde a variável dependente, a alavancagem atual ( $Lev_{it}$ ) foi censurada entre 0 e 1. No entanto, o método TOBIT tem como pressuposto a distribuição Normal das variáveis independentes. No entanto, no teste de robustez do método foi negada a hipótese de distribuição normal das variáveis e foi testado se o uso de GLM alteraria o resultado encontrado.

Para permitir o modelo heterogêneo da VAEC, a pesquisa utilizou dois passos para obter a estimação. O primeiro passo envolve alavancagem a estimação de equação (2) para se obter a alavancagem meta ( $Lev_{it}^*$ ) e a distância da meta ( $Dev_{i,t}$ ) aonde  $Dev_{i,t} = Lev_{it}^* - Lev_{it-1}$  pra todos  $i$  e  $t$ . No segundo passo a equação (4) é resolvida usando regressão em painel. Buscando amenizar a heterocedasticidade e a endogenia presentes nos modelos econométricos que tratam da governança (WOOLDRIDGE, 2002), foi utilizada a regressão em painel com o uso de efeito fixo. O teste de Hausman foi utilizado para validar que o efeito fixo era mais aderente à amostra do que o efeito aleatório.

O coeficiente da variável interativa de governança será a VAEC resultante exclusivamente sobre a emissão de ADR's.

### 3.3 População e Amostra

A população inicial foi todas as empresas que têm ações listadas na BMeBovespa entre os anos de 2009 e 2014. A motivação da escolha desse período se deve a fim de evitar o efeito da crise de 2008 na amostra pesquisada.

Inicialmente, a amostra contava com 619 empresas, sendo que 31 ações emitiam ADRs (Fonte Económica) e 589 ações não faziam uso desse tipo de financiamento.

O primeiro procedimento empregado foi a exclusão das empresas do setor financeiro e bancário. Esse procedimento se deve por dois fatores, primeiro por se tratar de um setor fortemente regulamentado que tem características de endividamento diferentes das empresas dos demais setores; segundo por ter sido o procedimento adotado no estudo de Liao (LIAO, 2012).

Antes de rodar as regressões em painel foi executado o teste de Hausman, que verificou que os dados estavam compatíveis com o uso de efeito fixo, o que foi feito a partir de então.

Após a exclusão a amostra contava com 22 empresas que emitiam ADR's e 530 que não o faziam. Para a amostra final, foram selecionadas 18 empresas das 530 através do procedimento de *matching* caracterizado a seguir:

### 3.4 Procedimento de *Matching*

A primeira ideia do estudo foi fazer a comparação da VAEC entre as empresas que emitem ADR's (Grupo Tratamento) e todas as demais empresas que não o fazem. No entanto, pode-se entender que tal comparação não é a ideal, já que o segundo grupo possui muitas características diferentes das empresas do grupo de tratamento do BMF&Bovespa. Ou seja, não seria uma comparação entre pares.

Existem alguns procedimentos que podem ser utilizados para minimizar esse problema. O primeiro seria a escolha aleatória de vários grupos para a comparação. No entanto isso não garantiria que as empresas sorteadas tivessem características semelhantes aos do o grupo de tratamento no que se refere à estrutura de capital. Outro procedimento comum da literatura para esse tipo de problema é a criação de um grupo de *Matching*, com a escolha não



aleatória de um grupo com características semelhantes ao grupo de tratamento, mas que não sofrem o tratamento (Grupo de Controle).

Para fazer a seleção do grupo de controle, foram evitados os três erros comuns apontados no trabalho de (Cram, Karan, e Stuart, 2009), sendo o primeiro erro a seleção de critérios que são saídas dos modelos propostos (como o uso da própria VAEC, por exemplo). O segundo e o terceiro erros tem relação com a falta de um procedimento de *Matching* robusto. Para evitar isso, foi feita o *Matching* das principais características (variáveis) que a literatura apresenta como impactantes na estrutura de capital (tamanho da empresa, alavancagem, valor das vendas, lucratividade, tangibilidade dos ativos, volatilidade do fluxo de caixa). O critério do *Matching* foi a média de cada característica (variável) do grupo controle ser estatisticamente igual ao do grupo de tratamento à +/- um desvio padrão. Todas as empresas do que possuísem *Matching* perfeito, ou seja em que todas as seis variáveis do grupo de controle estão no intervalo de +/- um desvio padrão do grupo de tratamento, foram escolhidas para o grupo de controle.

### 3.5 Resultados Esperados

Conforme apontado por (Byoun, 2008; Faulkender et al., 2012; Haron e Ibrahim, 2012; Koufopoulos e Lambrinoudakis, 2012; Oztekin, 2009; Ramjee e Gwatidzo, 2012), a estrutura de capital deve se comportar segundo a TOT: A estrutura de capital meta deve existir, e, devido aos custos transacionais, os ajustes rumo a estrutura meta é feita em etapas.

Dada a exigências do mercado americano, através da SEC e da lei Sarbanes-Oxley, é esperado que empresas que emitam ADRs apresentem GC superior aos seus pares. Uma possível consequência dessa maior GC é o aumento da VAEC. Portanto é esperado que a hipótese dessa dissertação não seja rejeitada e que as empresas que emitam ADR's possuam VAEC superior às das empresas não que não o fazem.

A maior GC, fruto dos requisitos para a emissão de ADRs, deve ter impacto sobre a VAEC, conforme apontado por (CHANG; CHOU; HUANG, 2014; LIAO, 2012; MORELLEC; NIKOLOV; SCHUERHOFF, 2012; OZTEKIN, 2009; ZAPPA, 2011).

## 4 ANÁLISE DE DADOS E RESULTADOS

### 4.1 Estatísticas Descritivas da Amostra

A estrutura de dados foi a de *Data Panel* (Dados em painel), com painel e desbalanceado, após a exclusão das empresas do setor financeiro as características das empresas da amostra estão na Tabela 1:

	Nome	Classe	Bolsa	Código
Ambev S/AON	Ambev S/A	ON	NYSE	ABEV
BrasílagroON	Brasílagro	ON	NYSE	LND
BraskemPNA	Braskem	PNA	NYSE	BAK
BRF SAON	BRF SA	ON	NYSE	BRFS
CemigON	Cemig	ON	NYSE	CIG.C
CopelPNB	Copel	PNB	NYSE	ELP
	CPFL			
CPFL EnergiaON	Energia	ON	NYSE	CPL
EletrobrasON	Eletrobras	ON	NYSE	EBR
EmbraerON	Embraer	ON	NYSE	ERJ
FibriaON	Fibria	ON	NYSE	FBR
GafisaON	Gafisa	ON	NYSE	GFA
GerdauPN	Gerdau	PN	NYSE	GGB
GolPN	Gol	PN	NYSE	GOL
OiON	Oi	ON	NYSE	OIBR.C
	P.Acucar-			
P.AcucarCbdON	Cbd	PN	NYSE	CBD
PetrobrasON	Petrobras	ON	NYSE	PBR
SabespON	Sabesp	ON	NYSE	SBS
	Sid			
Sid NacionalON	Nacional	ON	NYSE	SID
Telef BrasilPN	Telef Brasil	PN	NYSE	VIV
	Tim Part			
Tim Part S/AON	S/A	ON	NYSE	TSU
UltraparON	Ultrapar	ON	NYSE	UGP
ValeON	Vale	ON	NYSE	VALE

**Tabela 1 – Características do Data Panel**

ID: 1, 3, ..., 619	Observações = 557
Ano: 2009, 2010, ..., 2014	Número de Anos = 6
Delta(Ano) = 1 unidade	Span(Ano) = 6 periodos
Distribuição de T <sub>i</sub> : min	5% 25% 50% 75% 95% max
	6 6 6 6 6 6 6

As estatísticas descritivas das variáveis presentes no painel de dados estão presentes na Tabela 2.

**Tabela 2 – Estatística descritiva da alavancagem da empresa**

<b>Para Grupo de Tratamento</b>	
Média Alavancagem Mercado	0,3968877
Desvio Padrão	0,1837044
Mínimo	0
Máximo	0,9990697
<b>Demais Empresas</b>	
Média Alavancagem Mercado	0,3498396
Desvio Padrão	0,2816989
Mínimo	0
Máximo	0,9147112

Pode-se observar que a alavancagem média da das empresas que emitem ADR's é ligeiramente superior ao das empresas que não o fazem. Isso já era esperado, já que essas empresas possuem condições de endividamento mais satisfatórias, com menor CMPC e facilita o aumento da alavancagem.

**Tabela 3 – Estatística descritiva das características da firma**

Variável	Grupo de Tratamento (N=22)				Demais Empresas (N=535)			
	Média	Desv	Min	Max	Média	Desv	Min	Max
Alavancagem	,384	,219	,010	,847	,351	,281	0	,999
Log de Vendas	16,8032	1,441	10,851	19,688	13,40	2,305	2,772	19,688
VI Merc./VI Cont	,676	,651	,055	4,454	75,73	1365,0	0,0056	42083
Lucratividade	,113	,0639	,0001	,288	,719	7,486	0	315,59
Tangibilidade	,674	,142	,204	,894	0,597	,260	0	1,000
Vol Fluxo Caixa	,042	,074	-,185	,298	,103	16,46	-752,1	73
Dist, Dividendos	,825	,380	0	1	,557	0,497	0	1

Pode-se observar a partir da Tabela 3 que as empresas que emitem ADR's tem vendas bem superiores aos dos seu pares que não o fazem. Também apresentam a relação entre o valor de mercado e o valor contábil mais próxima e com muito menor variação, também apresentam maior tangibilidade dos ativos. Surpreendentemente são menos lucrativas, mas apresentam menor volatilidade do fluxo de caixa e maior distribuição de dividendos.

Essas diferenças significantes observadas entre as empresas que emitem ADRs e as não o fazem, dificultam uma análise comparativa direta, já que poder-se-ia argumentar que uma eventual diferença entre grupo de tratamento e grupo de controle era devido a disparidade de suas características e não pelo tratamento em si (emissão de ADRs). Para evitar essa crítica foi feito o procedimento de *matching*.

#### **4.2 Emissão de ADRs e *Matching***

Inicialmente foram encontradas 31 ações que emitem ADR's Visando evitar a duplicação de empresas, quando uma mesma empresa apresenta dois tipos de ações, a que possui dados mais completos é mantida. Com esse procedimento a amostra final de empresas que emitem ADRs foi de 22, em seis anos do estudo conforme a Tabela 4. Assim o grupo de tratamento possui 132 observações válidas (22 x 6).

Foram selecionadas para o grupo de controle, as empresas que possuíam *matching* perfeito com o grupo de tratamento conforme as características apontadas pela literatura que afetam a VAEC: alavancagem, valor das vendas (LN Vendas), relação valor de mercado e valor mercado (IndContMerc) , lucratividade, tangibilidade dos ativos, volatilidade do fluxo de caixa e indicador de dividendos conforme a Tabela 4. Essa seleção resultou em 18 empresas em um total de 108 observações válidas (18 x 6).

**Tabela 4 – Empresas dos Grupos de Tratamento e Controle**

<b>Empresas que Emitem ADRs</b>			<b>Empresas do Matching</b>	
<b>Grupo de Tratamento</b>			<b>Grupo de Controle</b>	
<b>#</b>	<b>Nome</b>	<b>Setor</b>	<b>Nome</b>	<b>Setor</b>
1	Ambev S/A	Alimentos e Beb	Ampla Energia	Energia Elétrica
2	Brasilagro	Agro e Pesca	Celesc	Energia Elétrica
3	Braskem	Química	Cesp	Energia Elétrica
4	BRF SA	Alimentos e Beb	Coelba	Energia Elétrica
5	Cemig	Energia Elétrica	Comgas	Petróleo e Gas
6	Copel	Energia Elétrica	Cosan Ltd	Alimentos e Beb
7	CPFL Energia	Energia Elétrica	Dufry Ag	Comércio
8	Eletrobras	Energia Elétrica	Eletropaulo	Energia Elétrica
9	Embraer	Veiculos e peças	Energias BR	Energia Elétrica
10	Fibria	Papel e Celulose	Equatorial	Energia Elétrica
11	Gafisa	Construção	Hypermarcas	Outros
12	Gerdau	Siderur e Metalur	lochpMaxion	Veiculos e peças
13	Gol	Transporte Serviç	JBS	Alimentos e Beb
14	Oi	Telecomunicações	JSL	Transporte Serviç
15	P.AcucarCbd	Comércio	Klabin S/A	Papel e Celulose
16	Petrobras	Petróleo e Gas	Light S/A	Energia Elétrica
17	Sabesp	Outros	Suzano Papel	Papel e Celulose
18	Sid Nacional	Siderur e Metalur	Usiminas	Siderur e Metalur
19	Telef Brasil	Telecomunicações		
20	Tim Part S/A	Telecomunicações		
21	Ultrapar	Química		
22	Vale	Mineração		

Pode-se observar que tanto no grupo de tratamento como no grupo de controle, o setor com maior número de presenças foi o de setor elétrico, com respectivamente com 4 e 7 manifestações.

**Tabela 5 – Estatísticas Descritivas Emissão de ADR e Grupo de *Matching***

Estatística	Empresas Emissoras ADRs Grupo de Tratamento (N=22)		Empresas do Matching Grupo de Controle (N=18)	
	Média	Desv. Pdr	Média	Desv. Pdr
<b>Alavancagem</b>	0,384	0,218	0,438	0,167
<b>Log de Vendas</b>	16,802	1,442	15,798	0,789
<b>Índice VI. Mer/ VI. Cont</b>	0,677	0,652	0,537	0,350
<b>Tangibilidade Ativos</b>	0,674	0,143	0,715	0,026
<b>Vol. Fluxo de Caixa</b>	0,043	0,075	0,046	0,076
<b>Indicador Dividendos</b>	0,826	0,381	0,824	0,382

Através da análise da Tabela 5, pode-se verificar em todas as características selecionadas, que afetam a estrutura de capital e consequentemente a VAEC, possuem estatísticas das empresas do grupo de controle dentro de um desvio padrão, quando comparadas com o grupo de tratamento, o que demonstra a validade do procedimento de *matching* realizado. O objetivo desse procedimento é limitar as diferenças entre grupo de tratamento e grupo de controle apenas à variável de estudo que é a emissão de ADRs.

#### **4.3 Estimativa da Alavancagem Meta**

Conforme já explicado, o primeiro passo envolve a estimação da alavancagem meta ( $Lev^*_{i,t}$ ) a partir da de equação (2), conforme proposto por (Lemmon, Roberts, e Zender, 2008). Esse modelo assume a alavancagem meta do ano atual é consequência das características da empresa do ano anterior. Essa estimativa de alavancagem meta foi realizada para todas as empresas da

amostra. A alavancagem inicial é obtida conforme a equação 1 e o tamanho da distância é a diferença entre a alavancagem inicial e a alavancagem meta.

**Tabela 6 – Estimação TOBIT da equação (2) – ( $Lev^*_{i,t}$ )**

	(1)	(2)
<b>Variáveis (Todas Defasadas)</b>	model	sigma
<b>Log de Vendas</b>	0,0260*** (0,00376)	
<b>Índice Valor Mercado/Valor Contábil</b>	-0,00616*** (0,000967)	
<b>Rentabilidade</b>	-0,402*** (0,0781)	
<b>Tangibilidade do Ativo</b>	0,207*** (0,0357)	
<b>Volatilidade do Fluxo de Caixa</b>	-0,00224 (0,0126)	
<b>Indicador de Pag, Dividendos</b>	-0,176*** (0,0189)	
<b>Constante</b>	0,0577 (0,0555)	0,262*** (0,00578)
<b>Observações</b>	1,143	1,143

Standard errors in parentheses

\*\*\*  $p < 0,01$ , \*\*  $p < 0,05$ , \*  $p < 0,1$

Pode-se observar que na amostra as características da firma que as variáveis utilizadas estão defasadas em um ano, conforme estabelecido pela literatura. Conforme esperado pela teoria, todas as variáveis do modelo são estatisticamente significantes para a explicação da alavancagem meta, sendo que as vendas, a tangibilidade do ativo são os únicos diretamente relacionados com a alavancagem meta. A relação valor de mercado/valor contábil, a lucratividade, a volatilidade do fluxo de caixa e o pagamento de dividendos são inversamente relacionados com a alavancagem meta. Observa-se que existe uma relação inversa entre a alavancagem meta e o fluxo de caixa e a lucratividade. Quanto maior for a volatilidade do fluxo de caixa e a lucratividade menor será a alavancagem meta. Somente nesse caso temos uma evidencia empírica que corrobora com a POT, ou seja existe uma hierarquia de

preferências de endividamento e as empresas alta volatilidade de caixa e alta lucratividade possivelmente preferem o uso de capital próprio como fonte primária de recursos.

**Tabela 7 – Estatísticas Descritivas da Alavancagem da Empresa ( $Lev_{it}$ ) e a Meta ( $Lev^*_{it}$ )**

Variável	Grupo de Tratamento		Grupo de Controle	
	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão
Alavancagem Inicial	0,384	0,219	0,446	0,165
Alavancagem Meta	0,956	0,073	0,945	0,079
Tamanho Distancia	0,010	0,112	0,004	0,103

Quando se analisa pela média, as características de alavancagem do grupo de tratamento e do grupo de controle, não apresentam diferenças significantes. Essa é mais uma indicação de que o *matching* realizado foi satisfatório.

Uma vez determinada a alavancagem meta e a variação entre esse a alavancagem atual, usar-se-á a equação (4) e regressão GLM em painel com efeito fixo para determinar a VAEC.



**Tabela 8 – Estimação GLM da equação (4)**

$$(4) \text{ Lev}_{it} = \text{Vaec.a}(\text{Lev}^*it - \text{Lev}_{it-1}) + .b\text{Control}_{i,t} + \text{Lev}_{it-1} + \text{Vaec.c}(\text{DumADR}^*\text{Lev}_{it}) + \varepsilon_{it}$$

Fixed-effects (within) regression	Number of obs = 155
Group variable: ID	Number of groups = 41
R-sq: within = 0.6185	Obs per group: min = 1
between = 0.2522	avg = 3.8
overall = 0.2715	max = 4
	F(6,791) = 29.19
corr(u_i, Xb) = -0.7235	Prob > F = 0.0000

Variável	Coef.	Std. Err.	t	P> t
<b>Distancia Alavancagem Vaec.a</b>	0,0734	0,1199	0,67	0,505
<b>Volatilidade Fluxo Caixa (C1)</b>	-0,2533	0,9557	-2,65	0,009
<b>Indicador de Dividendos (C2)</b>	-0,0238	0,0222	1,07	0,286
<b>Tamanho Empresa (C3)</b>	0,0400	0,0351	1,14	0,256
<b>Lev<sub>it-1</sub> (Alav. Inicial)</b>	0,2779	0,1282	2,17	0,032
<b>Vaec.c (DumADR*Alav.)</b>	0,8649	0,0919	9,41	0,000

Foram 155 observações válidas e como foi feito o procedimento de *matching*, era esperado que as características da empresa que afetam a estrutura de capital não fossem estatisticamente significantes entre o grupo de tratamento e o grupo de controle. Era esperado que, nessa comparação entre pares, apenas a variável de tratamento (emissão ou não de ADRs) fosse relevante para a explicação da VAEC. O que realmente ocorreu com 1% de significância. No entanto a variável de controle Volatilidade do Fluxo de Caixa, apresentou significância de 1% e relação inversa a VAEC. Isso pode ser explicado pelo grande desvio padrão da variável volatilidade do fluxo de caixa, verificada na Tabela 6.

Pode-se observar também que as empresas do grupo de tratamento possui VAEC de 86,49 (em uma escala de 0-100) pontos superior quando comparadas com o grupo de controle.

Ou seja, para a amostra pesquisada a relação entre a emissão de ADR e a VAEC é positiva, o que corrobora com a hipótese de pesquisa de que

empresas que emitem ADRs têm VAEC superior aos seus pares que não buscam esse tipo de financiamento.

#### 4.4 Robustez dos Resultados Encontrados

Conforme explicitado na seção de procedimentos econométricos o modelo usado para estimar a alavancagem meta foi o *double censored* TOBIT proposto por (LIAO, 2012). Foi aplicado o teste de Breusch-Pagan, que não rejeitou  $H_0$ : ou seja não existe Heterocedasticidade no modelo. No entanto, foi aplicado o teste de Shapiro-Wilk, que valida se a distribuição das variáveis independentes possui distribuição normal, o que foi rejeitado Essa limitação quebra o pressuposto para o uso da regressão TOBIT. Para verificar se os resultados se mantêm com outros modelos de regressão, foi feita uma nova estimação de alavancagem meta, agora usando regressão GLM. E todo o procedimento para o cálculo da VAEC foi refeito. O resultado está presente na Tabela 9.

**Tabela 9 – Nova Estimação GLM da equação (4)**

$$(4) \text{ Lev}_{it} = \text{Vaec.a}(\text{Lev}^*it - \text{Lev}_{it-1}) + \text{Vaec.bControl}_{i,t} + \text{Lev}_{it-1} + \text{Vaec.c}(\text{DumADR}^*\text{Lev}_{it}) + \varepsilon_{it}$$

Fixed-effects (within) regression	Number of obs = 155
Group variable: ID	Number of groups = 41
R-sq: within = 0.6185	Obs per group: min = 1
between = 0.2522	avg = 3.8
overall = 0.2715	max = 4
	F(6,791) = 29.19
corr(u_i, Xb) = -0.7235	Prob > F = 0.0000

Variável	Coef.	Std. Err.	t	P> t
<b>Distancia Alavancagem</b> <b>Vaec.a</b>	0,0796	0,1201	0,509	0,509
<b>Volatilidade Fluxo Caixa (C1)</b>	-0,2532	0,9556	-2,65	0,009
<b>Indicador de Dividendos (C2)</b>	-0,0238	0,0222	1,07	0,286
<b>Tamanho Empresa (C3)</b>	0,0403	0,0351	1,15	0,253
<b>Lev<sub>it-1</sub> (Alav. Inicial)</b>	0,2847	0,1374	2,07	0,041
<b>Vaec.c (DumADR*Alav.)</b>	0,8648	0,0919	9,40	0,000

Observe que mesmo com a mudança de TOBIT para GLM, quando comparamos a Tabela 8 e a Tabela 9, praticamente não existe alteração do coeficiente Vaec.c e é mantida a mesma significância dos resultados. Portanto, não existe alteração dos resultados quando se estima a alavancagem meta por GLM ao invés de TOBIT.

## 5 CONCLUSÃO

Essa dissertação teve como objetivo principal verificar empiricamente se existe relação entre a Governança Corporativa e a estrutura de capital de uma empresa, dentro do contexto da VAEC e confirmar ou não a hipótese de pesquisa de que as empresas que aumentam sua GC visando fontes de financiamento internacionais, via emissão de ADRs, têm VAEC superior aos seus pares que não buscam esse tipo de financiamento.

Esse resultado tem oferecido diversas contribuições empíricas para a academia: Primeiro por que validou a emissão de ADRs como uma proxy de qualidade para a aferição do nível de governança de uma no Brasil. Segundo por ter verificado que o comportamento da VAEC é influenciada pelo nível de governança estrutura de capital, ou seja que o custo da manutenção de uma estrutura de governança superior, pode ser compensada pelo aumento da VAEC.

O estudo reforçou a hipótese teórica proposta por (LEMMON; ROBERTS; ZENDER, 2008), de que a estrutura de capital meta existe, já que conforme a Tabela 7, todas as variáveis previstas no modelo apresentaram significância a 5%. Conforme previsto foi possível o cálculo da estrutura de capital meta a partir das características da empresa: O índice de valor de mercado sobre valor contábil, a lucratividade, a tangibilidade do ativo, a sensibilidade do fluxo de caixa e o pagamento ou não de dividendos. Assim, como previsto pela revisão da literatura, o estudo encontrou que a estrutura de capital de uma empresa, de forma geral, se comporta conforme previsto pela Trade-Off Theory: As firmas maximizam seu valor ao escolherem aqueles níveis de dívida e dividendos que igualam os custos marginais aos benefícios marginais dessas ações.

A partir das teorias que conectam a estrutura de capital e a VAEC( a TOT e a TOD), foi confirmado, também com 99% de significância, que a VAEC está negativamente relacionada com o pagamento de dividendos, o que corrobora com os trabalhos de (Fama e French, 2002; Jalilvand e Harris, 1984). Foi verificado também, com 99% significância que a VAEC está positivamente relacionada com o valor das vendas, o que confirmou os trabalhos de (Byoun, 2008; Elsas e Florysiak, 2011; Faulkender et al., 2012). Foi encontrado, com 95% de significância que a volatilidade do fluxo de caixa está relacionado com a

VAEC, conforme previsto por (Byoun, 2008; Faulkender et al., 2012; Lockhart, 2008; Mukherjee e Wang, 2013).

O estudo verificou que as empresas selecionadas na amostra que emitem ADRs possuem VAEC 86 pontos superiores (em uma escala de 0-100) quando comparadas com as empresas que não utilizam esse tipo de financiamento internacional. Ou seja, a GC, aqui representada pela emissão de ADR's, é a principal responsável pela VAEC. O que está em linha com os resultados encontrados por (Chang et al., 2014; Liao, 2012; Zappa, 2011; Oztekin 2009).

Assim o objetivo principal da dissertação foi atingido: Na amostra pesquisada existe relação entre a GC e a VAEC. Também foi confirmada a hipótese de pesquisa de que as empresas que aumentam sua GC visando fontes de financiamento internacionais, via a emissão de ADRs, têm VAEC superior aos seus pares não buscam esse tipo de financiamento.

Esse estudo abre uma grande possibilidade de pesquisas futuras. Pode-se estudar se existe diferença de VAEC a partir do nível das ADRs emitidas (I, II e III). Pode-se também internacionalizar estudo e verificar em que países a emissão de ADR afeta a VAEC. Pode-se fazer um análise do efeito da crise de 2008 no comportamento da VAEC. Por fim, pode-se estudar se a Governança de uma nação afeta a VAEC de uma empresa, a partir dos estudo das estruturas dos bancos, do sistema jurídico ou das condições econômicas.

## REFERÊNCIAS

- AL-NAJJAR, B.; HUSSAINEY, K. Revisiting the capital-structure puzzle: UK evidence. **The Journal of Risk Finance**, v. 12, n. 4, p. 329–338, 2011.
- BOOT, A. W. A; THAKOR, A. V. Managerial autonomy, allocation of control rights, and optimal capital structure. **Review of Financial Studies**, v. 24, n. 10, p. 3434–3485, 2011.
- BRUNI, A. L. **GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA, EFICIÊNCIA INFORMACIONAL E CUSTO DE CAPITAL: UMA ANÁLISE DAS EMISSÕES DE ADRS BRASILEIROS NO PERÍODO 1992-2001**. [s.l: s.n.].
- BYOUN, S. How and when do firms adjust their capital structures toward targets? **Journal of Finance**, v. 63, n. 6, p. 3069–3096, 2008.
- CHANG, Y.-K.; CHOU, R. K.; HUANG, T.-H. Corporate governance and the dynamics of capital structure: New evidence. **Journal of Banking & Finance**, 2014.
- CHIAPELLO, E. Accounting and the birth of the notion of capitalism. **Critical Perspectives on Accounting**, v. 18, n. 3, p. 263–296, 2007.
- CLARK, B. Estimating the Speed of Adjustment toward a Target Capital Structure on a Cost Basis 1. n. November, p. 1–67, 2013.
- COELHO, A. L. D. A. L. et al. Estrutura de captial: um estudo bibliométrico em produções do Brasil e exterior. **Revista de Informação Contábil**, v. 7, n. 1, p. 73–93, 2013.
- COPELAND, T.; WESTON, F.; SHASTRI, K. **Financial Theory and Corporate Policy**. 4th. ed. [s.l.] PEARSON, 2005.
- COTEI, C.; FARHAT, J.; ABUGRI, B. A. Testing trade-off and pecking order models of capital structure: does legal system matter? **Managerial Finance**, v. 37, n. 8, p. 715–735, 2011.
- CRAM, D. P.; KARAN, V.; STUART, I. Three Threats to Validity of Choice-based and Matched-Sample Studies in Accounting Research. **Contemporary Accounting Research**, v. 26, n. 2, p. 477–516, 2009.
- DALMACIO, F. **Mecanismos De Governança E Acurácia Das Previsões D Os Analistas Do Mercado Brasileiro: Uma Análise Sob A Perspectiva Da Teoria Da Sinalização**. [s.l.] Universidade de São Paulo, 2009.
- DRIFFIELD, N.; MAHAMBARE, V.; PAL, S. How does ownership structure affect capital structure and firm value ? **Economics of transition**, v. 15, n. September 2005, p. 535–573, 2007.
- DU, J.; DAI, Y. Ultimate Corporate Ownership Structures And Capital

Structures: Evidence From East Asian Economies. **Corporate Governance: An International Review**, v. 13, n. 1, p. 60–71, 2005.

EASTERBROOK, F. H. Two Agency-Cost Explanations of Dividends. **American Economic Review**, v. 74, n. 4, p. 650, 1984.

ELKAMHI, R.; PUNGALIYA, R. S.; VIJH, A. M. What Do Credit Markets Tell Us About the Tradeoff Theory and Speed of Adjustment? **Management Science**, p. Forthcoming, 2014.

ELSAS, R.; FLORYSIK, D. Heterogeneity in the Speed of Adjustment toward Target Leverage. **International Review of Finance**, v. 11, n. 2, p. 181–211, 2011.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt.pdf. **The Review of Financial Studies**, v. 15, n. 1, p. 1–33, 2002.

FAULKENDER, M. et al. Cash flows and leverage adjustments. **Journal of Financial Economics**, v. 103, n. 859, p. 632–646, 2012.

FRANK, M. Z.; GOYAL, V. K. Trade-Off and Pecking Order Theories of Debt. **Handbook of Empirical Corporate Finance SET**, v. 1, p. 135–202, 2007.

GARCIA, F.; SATO, L.; CASELANI, C. **O Impacto da Política de Transparência sobre o Valor das Empresas Brasileiras O Impacto da Política de Transparência sobre o Valor**2004

GRAHAM, J. R.; LEARY, M. T. A Review of Empirical Capital Structure Research and Directions for the Future. **SSRN Electronic Journal**, p. 1–59, 2011.

HARON, R.; IBRAHIM, K. Target Capital Structure and Speed of Adjustment : Panel Data Evidence on. v. 2, n. 2, p. 87–107, 2012.

HUANG, R.; RITTER, J. R. Testing Theories of Capital Structure and Estimating the Speed of Adjustment. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 44, n. 02, p. 237, 2009.

INANÇAS, A. R. F. et al. ANÁLISE EMPÍRICA DA REAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO A EVENTOS CORPORATIVOS : TESTE CONJUNTO DA HIPÓTESE DE EFICIÊNCIA DO MERCADO. p. 57–74, 2006.

JALILVAND, A.; HARRIS, R. S. Corporate Behavior in Adjusting to Capital Structure and Dividend Targets: An Econometric Study. **Journal of Finance**, v. 39, n. 1, p. 127–145, 1984.

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.

KOUFOPOULOS, K.; LAMBRINOUDAKIS, C. Adjustment Cost Determinants and Target Capital Structure. **Papers.Ssrn.Com**, n. November, 2012.

LANA, J. et al. The Impact of Cross-Listing on Firms Capital Structure : Evidence from Brazil © Society for Business and Management Dynamics © Society for Business and Management Dynamics. v. 2, n. 9, p. 51–62, 2013.

LEMMON, M.; ROBERTS, M.; ZENDER, J. Back to the beginning: persistence and the cross section of corporate capital structure. **The Journal of Finance**, v. 63, n. 4, p. 1575–1608, 2008.

LIAO, L. Two Essays : “ Does Corporate Governance Affect the Adjustment Speed towards Target Capital Structure ?” and “ Do Option Traders on REITs and Non-REITs React Differently to New Information ?” 2012.

LOCKHART, G. B. Adjusting to target capital structure : The effect of credit lines Adjusting to target capital structure : The effect of credit lines. n. 352, 2008.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. The American economic THE COST OF CAPITAL , CORPORATION FINANCE. **The American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261–297, 1958.

MORELLEC, E.; NIKOLOV, B.; SCHUERHOFF, N. Corporate Governance and Capital Structure. **The Journal of Finance**, v. LXVII, n. 3, p. 803–848, 2012.

MUKHERJEE, T.; WANG, W. Capital structure deviation and speed of adjustment. **Financial Review**, v. 48, p. 597–615, 2013.

MYERS, S. C. The Capital Structure Puzzle. **The Journal of Finance**, v. XXXIX, n. 3, 1983.

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.

NIVOROZHKIN, E. The Dynamics of Capital Structure in Transition Economies. p. 25–46, 2004.

OLIVEIRA, R. D. E. F.; JULIA, S.; VILLALOBOS, S. American Depository Receipts. p. 1–12, 2002.

OZTEKIN, O. **Essays on Capital Structure**. [s.l: s.n.].

PIRES, M. A. **ADRs E GOVERNANÇA CORPORATIVA: um estudo de eventos sobre o comportamento das ações negociadas no Brasil**. [s.l: s.n.].

RAMJEE, A.; GWATIDZO, T. Dynamics in capital structure determinants in South Africa. **Meditari Accountancy Research**, v. 20, n. 1, p. 52–67, 2012.



ROCCA, M. LA. The influence of corporate governance on the relation between capital structure and value. **Corporate Governance**, v. 7, n. 3, p. 312–325, 2007.

SILVEIRA, A. D. M. DA. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. [s.l.] Universidade de São Paulo, 2004.

SILVEIRA, A. DA; PEROBELLI, F. GOVERNANÇA CORPORATIVA E OS DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL: EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS NO BRASIL RAC. Revista de. p. 763–788, 2009.

VALLADARES, P. **CAPACIDADE DE INOVAÇÃO Análise Estrutural e o Efeito Moderador da Organicidade da Estrutura Organizacional e da Gestão de Projetos**. [s.l.] Fundação Getúlio Vargas, 2012.

WELCH, I. Two common problems in capital structure research: The financial-debt-to-asset ratio and issuing activity versus leverage changes. **International Review of Finance**, v. 11, n. 1, p. 1–17, 2011.

WESTON, J. F. Developments in Finance Theory. **Financial Management**, v. 10, n. 2, p. 5–22, 1981.

WOOLDRIDGE, J. Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data. p. 735, 2002.

ZAPPA, P. A. Governança Corporativa e a Velocidade de Ajuste da Estrutura de Capital das Empresas Brasileiras. p. 34, 2011.

## 6 APENDICE I

Foi usado o protocolo de busca proposto por (VALLADARES, 2012). O plano de pesquisa bibliográfica incluiu pesquisa às bases de dados ProQuest Discovery (Proquest.com) e SIBI (<http://www.buscaintegrada.usp.br/>) e aquelas ligadas às principais editoras na área de Contabilidade e Administração: Elsevier, Elsevier (Science Direct), Emerald, InderScience, InformaWord (Taylor e Francis), Routledge (Taylor e Francis), Sage, Scopus, Wiley InterScience, e World Scientific (Imperial College Press). No plano nacional, foram consultados os acervos das revistas: Revista de Administração Contemporânea (RAC), Revista de Administração de Empresas (RAE) e RAE Eletrônica.

A primeira fase teve por objetivo pesquisar trabalhos publicados sobre o tema (“Estrutura de Capital” e “Velocidade de Ajuste”) em qualquer contexto. Essa fase tinha o objetivo de entender a evolução do conceito da VAEC. Foi primeiro feita uma pesquisa para esses dois termos (fase 1.A) e depois foi incluindo o terceiro termo “ADRs” (fase 1.B); Já a segunda fase, visou analisar os trabalhos que já testaram as duas hipóteses de pesquisa presentes nessa dissertação. O mesmo procedimento(1.A\* e 1.B\*) foi utilizado para os termos em inglês: (“*Capital Structure*” and “*Speed of Adjustment*”) e na fase 1.B\* “ADRs”. Em qualquer fase da pesquisa, buscando encontrar somente trabalhos relevantes, foram excluídos os trabalhos que não tivessem sido revisados por especialistas.

Ao final da fase 1.A e 1.A\* foram encontrados 174 trabalhos que continham as palavras chave do tema, sendo 169 internacionais e 5 brasileiros, sendo 65 teses e dissertações, 71 periódicos acadêmicos, 36 documentos de trabalho, 1 trabalho de conferência e 1 periódico comercial. Ao final das fases 1.B e 1.B\* Não foi encontrado nenhum trabalho que tivesse relacionado a emissão de ADRs e a VAEC.