

Estrutura de capital e níveis de governança- uma análise comparativa

RESUMO

Este trabalho tem como objetivo identificar a relação entre a composição da estrutura de capital de empresas listadas na bolsa de valores brasileira (B3) em função de seu nível de governança. Para isso, foram coletados dados de 259 empresas de diferentes setores referentes ao mês de dezembro de 2023 através da plataforma Economatica. Após coleta dos dados, eles foram analisados através do software JAMOV, usando dados médios, medianas e analisando-se dispersões e desvio padrão em todos os segmentos de listagem da B3. Foi identificado um grau de alavancagem maior em empresas com maior nível de governança. Para estudos futuros, há a possibilidade de validar os níveis históricos de endividamento para validar se as constatações da pesquisa atual foram pontuais ou existe alguma tendência de acordo com os níveis de governança. Além disso, também existe oportunidade em validar se as empresas dos segmentos de menor governança possuem menores níveis de alavancagem devido a alguma dificuldade no acesso a recursos.

Palavras-chave: Estrutura de Capital. Governança. Análise comparativa.

Área Temática: Custos como ferramenta para o planejamento, controle e apoio a decisões

1 INTRODUÇÃO

Segundo Assaf Neto (2021), a estrutura de capital de uma empresa é composta por todas as fontes de financiamento que financiam a sua demanda por recursos. Além dos recursos dos acionistas e do resultado de suas operações (capital próprio), as empresas ainda podem contar com fontes externas de financiamento, principalmente bancos, fornecedores e até agências de fomento (capital de terceiros).

Assaf Neto (2021) afirma ainda que o capital de terceiros é importante para o crescimento da maioria dos negócios, pois ajuda a financiar novos projetos e possui um custo praticamente constante até um determinado nível. Este, por vezes, é considerado até mais atrativo que o capital próprio, quando consideramos a possibilidade de dedução dos juros na apuração do Imposto de renda a pagar.

Conclui o autor que o aumento do endividamento da empresa eleva o risco para os investidores, fazendo com que o custo de capital também comece a crescer. Assim, o custo de capital de terceiros é dependente do risco financeiro da empresa.

Assim, conforme Modigliani e Miller (1958), ao elevar-se o quociente de endividamento reduz-se o custo de capital total e maximiza-se o valor de mercado total da empresa. O crescimento do nível de endividamento também sugere maior risco do negócio, principalmente em economias em desenvolvimento, onde normalmente pode haver maior instabilidade econômica, representada por maiores variações na inflação, taxas de juros e variação cambial. Assaf Neto (2021) pondera ainda que a disponibilidade de recursos para financiamento oferecidos pelo mercado também é um limitante na alocação da estrutura de capital de uma companhia.

De acordo com dados consultados no site da B3 S.A (Brasil, Bolsa, Balcão), 2024, a bolsa brasileira, atualmente existem mais de 400 empresas listadas no mercado acionário, classificadas em diferentes setores. Abrir o capital na bolsa de valores possibilita às empresas acesso a uma nova fonte de recursos. Com este recurso extra, as empresas podem investir para continuar desenvolvendo seus negócios e ainda conseguir liquidez para empreendedores, sócios e investidores estratégicos.

Segundo afirma o superintendente de relacionamento com empresas na B3, Leonardo Resende, em entrevista ao blog do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2024), possuir acesso a essa nova fonte de recursos entretanto traz responsabilidades adicionais à empresa, que deve zelar pelo cumprimento de leis e regulamentações aplicáveis ao mercado de capitais, além de garantir transparência na divulgação de informações financeiras e operacionais, verificando-se a importância da governança corporativa, que visa estabelecer as formas de relacionamento da empresa com o mercado.

Existem vários estudos acadêmicos que buscam uma relação entre a estrutura de capital, a governança e o desempenho das empresas brasileiras. Dias (2020) avalia que a relação entre endividamento e desempenho ainda é inconclusiva, mas evidencia que o endividamento de curto prazo sugere maior risco da firma e que o aumento no nível de governança, além de diminuir os conflitos de agência, possibilita melhor avaliação dos investidores, diminuindo a variação nos preços das ações.

Junqueira (2017) apresentou uma relação inversa entre o endividamento e o nível de governança, indicando que um maior grau de governança corporativa minimiza os conflitos de agência e assim diminui também o custo de capital próprio, possibilitando um menor volume de endividamento. De qualquer forma, existe um trade-off entre o menor custo de capital de terceiros e o menor risco do capital próprio.

A B3 oferece atualmente 5 níveis de governança para as empresas listadas: Nível 1, Nível 2, Novo Mercado, Bovespa Mais e Bovespa mais Nível 2. Nesse sentido, o presente artigo tem por objetivo verificar a existência de uma relação entre o nível de governança de uma empresa e sua estrutura de capital, visando servir de referência para investidores e para as próprias empresas em busca de um nível maior de governança no sentido de maior acesso a fontes de capital a custos mais atrativos.

As seções deste trabalho incluem um referencial teórico, que apresenta uma discussão sobre as temáticas relevantes para a pesquisa; os procedimentos metodológicos, que evidenciam as ferramentas estatísticas utilizadas; a análise de resultados, que busca identificar com os dados encontrados as relações existentes entre governança e estrutura de capital; e as considerações finais, que resumem os resultados obtidos assim como salientam as contribuições do trabalho para a temática em análise, as limitações da pesquisa e os apontamentos para trabalhos futuros.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

De maneira geral, os objetivos das empresas - especificamente as sociedades por ações - estão circunscritos à maximização de riqueza dos proprietários e acionistas - sendo esta medida pelo preço da ação -, que se baseia na razão entre custo de oportunidade e riscos dos retornos (Gitman, 2010). Para Brealey, Myers e Allen (2019), esse objetivo pode ser alcançado por meio da otimização das decisões de investimento, financiamento e distribuição de dividendos. As decisões financeiras devem equilibrar o retorno esperado e o risco associado, garantindo a sustentabilidade e o crescimento da empresa a longo prazo. Ross et al. (2015) destacam a importância da administração financeira no estudo da relação entre as

decisões de negócios, os fluxos de caixa e o valor investido na organização. É necessária uma orientação para alinhar os investimentos e combinações de financiamento de modo que resultem em um aumento sobre o valor das ações ou sobre o patrimônio dos proprietários.

Para Assaf Neto (2021), a gestão financeira visa criar riqueza, com as decisões financeiras das empresas orientadas para a maximização da riqueza de seus proprietários. Ao buscar esse propósito, tais decisões não apenas beneficiam os investidores da empresa, mas também contribuem para a prosperidade econômica da sociedade como um todo, ampliando a riqueza da economia. Essa meta é avaliada pelo valor das ações ordinárias no mercado.

Dessa forma, a gestão financeira desempenha um papel crucial no atingimento dos objetivos corporativos, sendo fundamental para a maximização do valor da empresa e para a sustentabilidade a longo prazo. A estrutura de capital e a governança corporativa são elementos centrais que influenciam diretamente a eficácia da gestão financeira.

A Estrutura de capital é a maneira como uma empresa financia suas operações e crescimento através de diferentes fontes de capital, como dívidas, também chamado de capital de terceiros, e patrimônio líquido, também chamado de capital próprio. Assaf Neto (2021), explica que a escolha entre essas fontes deve considerar o custo de capital e os riscos associados, buscando uma estrutura que minimize o custo e os riscos, ao mesmo tempo que maximize o valor da organização. Assim, a escolha da estrutura de capital adequada é fundamental para a maximização do valor da empresa, conforme discutido também por Modigliani e Miller (1958, 1963), uma vez que, em cenários reais de mercado, fatores como custos de falência, impostos e assimetria de informações, entre outros, tornam essa escolha fundamental e mais complexa. Algumas teorias acerca da estrutura de capital, como a *Trade-off Theory* (Kraus & Litzenberger, 1973), a *Theory of the firm* (Jensen & Meckling, 1976) e a *Pecking Order Theory* (Myers; Majluf, 1984), sugerem a maneira na qual as empresas poderiam estruturar seu financiamento.

A relação entre estrutura de capital e desempenho financeiro também é explorada por Titman e Wessels (1988), que examinam como diferentes fatores como tangibilidade dos ativos, tamanho da empresa, oportunidades de crescimento, rentabilidade e volatilidade influenciam significativamente a estrutura de capital. Além disso, empresas com alta rentabilidade tendem a usar menos dívida devido à maior disponibilidade de recursos internos.

O mercado brasileiro tem características únicas e cenários específicos que tornam a conjuntura mais complexa. A Bolsa de Valores do Brasil (B3) desempenha um papel central na captação de recursos para as operações de empresas no país. Assaf Neto (2021) relata que a estrutura de capital das empresas que operam no Brasil é influenciada por fatores econômicos, regulatórios e mercadológicos específicos. A utilização de dívida, ou capital de terceiros, versus patrimônio líquido, ou capital próprio, pode variar conforme as condições macroeconômicas e políticas de crédito vigentes. O papel da governança corporativa se faz ainda mais relevante neste caso.

A Governança Corporativa é um campo essencial na administração e nas finanças, focando em como as corporações são dirigidas e controladas. Em um ambiente de negócios cada vez mais complexo e globalizado, a governança corporativa busca garantir que as empresas sejam geridas de forma eficiente, transparente e responsável, proporcionando segurança aos investidores e outras partes interessadas (Rossetti, 2018). Rossetti (2018) adiciona que o campo de estudos sobre Governança está circunscrito às práticas e políticas que regulam a

gestão das empresas, visando garantir que todas as informações relevantes sobre a empresa sejam divulgadas de maneira clara e acessível (transparência); que todos os acionistas e partes interessadas sejam tratados de forma justa e igualitária (equidade); que os gestores prestem contas de suas ações e decisões aos acionistas e outras partes interessadas (prestação de contas) e; que seja promovida a responsabilidade social e ambiental da empresa, alinhando as operações da empresa com as expectativas da sociedade (responsabilidade). As boas condutas de governança e gestão são essenciais para atrair investidores e reduzir o custo de capital da organização.

Assaf Neto (2021) estabelece que uma governança eficaz visa a performance financeira a longo prazo na sua tomada de decisões. Entretanto, os diferentes modelos de governança refletem as variadas estruturas econômicas, legais e culturais de cada região. Assaf Neto (2021) e Gitman (2010) destacam que, embora não exista um modelo único aplicável a todas as empresas, a adoção de práticas de governança eficazes é crucial para a competitividade e sustentabilidade das organizações.

No Brasil, a governança corporativa tem evoluído significativamente, impulsionada por fatores internos e externos. Historicamente, o mercado brasileiro era caracterizado por alta concentração de propriedade e influência familiar nas empresas. Entretanto, a crescente internacionalização das empresas brasileiras e a demanda por maior transparência e responsabilidade corporativa têm impulsionado reformas significativas. A criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) em 1995 marcou um ponto de inflexão, promovendo melhores práticas de governança. A Bolsa de Valores do Brasil (B3) também desempenhou um papel importante com a introdução dos segmentos de listagem diferenciada, como o Novo Mercado, que impõem requisitos mais rigorosos de governança para as empresas listadas (Rossetti, 2018). Apesar dos avanços, a governança corporativa no Brasil ainda enfrenta desafios significativos, como a necessidade de maior independência dos conselhos de administração e a melhoria na gestão de riscos e conformidade. Ao mesmo tempo, a crescente conscientização sobre a importância da sustentabilidade e da responsabilidade social oferece novas oportunidades para as empresas se destacarem no cenário global.

As empresas listadas na B3 são classificadas em níveis de governança corporativa, de acordo com o segmento de listagem, sendo esses níveis: Novo Mercado, Nível 1, Nível 2 e Tradicional. O Novo Mercado exige os mais altos padrões de governança incluindo a emissão exclusiva de ações ordinárias com direito a voto e maior transparência nas informações. Isso reduz os riscos percebidos pelo mercado e pelos investidores, aumentando a atratividade e reduzindo o custo de capital. Já os Níveis 1 e 2 apresentam exigências intermediárias, com o Nível 2 exigindo práticas de governança mais robustas que o Nível 1. As empresas classificadas nestes níveis têm maior flexibilidade para emissão de ações, sendo ordinárias ou preferenciais, mas ainda devem seguir boas práticas de governança e transparência. Por fim, o nível Tradicional possui os requisitos mínimos de governança corporativa. As empresas nesta classificação têm maior liberdade em relação aos outros níveis, o que pode resultar em custo de capital mais alto devido ao risco percebido pelo mercado e pelos investidores (B3). Ainda, os BDR's não se enquadram nas categorias de nível de governança, por corresponderem às empresas listadas em outras bolsas mundiais mas que também são negociadas pela B3. Como não estão listadas na bolsa brasileira, não entram na classificação dos segmentos de listagem. Na Tabela 1 é apresentado em detalhes um comparativo entre os segmentos de listagem estabelecidos pela B3.

Tabela 1
Comparativo dos Segmentos de listagem

	Bovespa Mais	Bovespa Mais Nível 2	Novo Mercado (a partir de 02/01/2018)	Nível 2	Nível 1	Básico
Capital social	Somente ações ON	Ações ON e PN	Somente ações ON	Ações ON e PN (com direitos adicionais)	Ações ON e PN (conforme legislação)	Ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual mínimo de ações em circulação (<i>free float</i>)	25% a partir do 7º ano de listagem	25% a partir do 7º ano de listagem	Regra geral: 20% Regra alternativa: 15%, conforme ADTV (average daily trading volume) ou Regulamento do IPO	Regra geral: 20% Regra alternativa: 15%, conforme ADTV (average daily trading volume) ou Regulamento do IPO	Regra geral: 20% Regra alternativa: 15%, conforme ADTV (average daily trading volume) ou Regulamento do IPO	Não há regra específica
Ofertas Públicas de Distribuição de ações	Não há regra específica	Não há regra específica	Esforços de dispersão acionária, exceto para ofertas destinadas a um público restrito de investidores, como, por exemplo, exclusivamente a investidores profissionais ou qualificados (vide Ofício 009/2023-DIE)	Esforços de dispersão acionária, aplicando-se a mesma lógica do Novo Mercado (vide Ofício 736/2017-DRE)	Esforços de dispersão acionária, aplicando-se a mesma lógica do Novo Mercado (vide Ofício 736/2017-DRE)	Não há regra específica
Composição do conselho de administração	Mínimo de 3 membros, dos quais, pelo menos 20% devem ser independentes (conforme legislação/ regulamentação), com mandato unificado de até 2 anos (vide ofício 010/2023-DIE)	Mínimo de 3 membros, dos quais, pelo menos 20% devem ser independentes (conforme legislação/ regulamentação), com mandato unificado de até 2 anos (vide ofício 010/2023-DIE)	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), dos quais, pelo menos, 2 ou 20% (o que for maior) devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 5 membros, dos quais, pelo menos, 20% devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos (vide ofício 010/2023-DIE)	Mínimo de 3 membros, dos quais, pelo menos 20% devem ser independentes (conforme legislação/ regulamentação), com mandato unificado de até 2 anos (vide ofício 010/2023-DIE)	Mínimo de 3 membros, dos quais, pelo menos 20% devem ser independentes (conforme legislação/ regulamentação; vide ofício 010/2023-DIE)
Obrigação do conselho de administração	Não há regra específica	Não há regra específica	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia (com conteúdo mínimo, incluindo alternativas à aceitação da OPA disponíveis no mercado)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia (com conteúdo mínimo)	Não há regra específica	Não há regra específica
Demonstrações financeiras	Conforme legislação	Conforme legislação	Conforme legislação	Traduzidas para o inglês	Conforme legislação	Conforme legislação
Informações em inglês, simultâneas à divulgação em português	Não há regra específica	Não há regra específica	Fatos relevantes, informações sobre proventos (aviso aos acionistas ou comunicado ao mercado) e <i>press release</i> de	Não há regra específica, além das DFs (vide item acima)	Não há regra específica	Não há regra específica
Reunião pública anual	Facultativa	Facultativa	Realização, em até 5 dias úteis após a divulgação de resultados trimestrais ou das demonstrações financeiras, de apresentação pública (presencial, por meio de teleconferência, videoconferência ou outro meio que permita a participação a distância) sobre as informações divulgadas	Obrigatória (presencial)	Obrigatória (presencial)	Facultativa
Calendário de eventos	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
Saída do segmento/Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA)	Realização de OPA, no mínimo, pelo valor econômico em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado	Realização de OPA, no mínimo, pelo valor econômico em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado ou Nível 2	Realização de OPA por preço justo, com quórum de aceitação ou concordância com a saída do segmento de mais de 1/3 dos titulares das ações em circulação (ou percentual maior previsto no Estatuto Social)	Realização de OPA, no mínimo, pelo valor econômico em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado	Não aplicável	Não aplicável
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatória	Obrigatória	Obrigatória	Obrigatória	Facultativa	Facultativa
Comitê de Auditoria	Facultativo	Facultativo	Obrigatória a instalação de comitê de auditoria, estatutário ou não estatutário, que deve atender aos requisitos indicados no regulamento: composição e atribuições	Facultativo	Facultativo	Facultativo
Auditoria interna	Facultativa	Facultativa	Obrigatória a existência de área de auditoria interna que deve atender aos requisitos indicados no regulamento	Facultativa	Facultativa	Facultativa
Compliance	Facultativo	Facultativo	Obrigatória a implementação de funções de <i>compliance</i> , controles internos e riscos corporativos, sendo vedada a acumulação com atividades operacionais	Facultativo	Facultativo	Facultativo

Fonte: adaptado de B3 (2024).

A relação entre modelos de governança e estrutura de capital é abrangente e contém contribuições de pesquisadores internacionais e nacionais. Jensen e Meckling

(1976) utilizam o conceito de custos de agência para explicar como a separação entre propriedade e controle pode levar a conflitos de interesse entre gestores e acionistas. A governança corporativa eficaz, incluindo a estrutura de propriedade e práticas de monitoramento, pode reduzir esses custos de agência. A dívida é vista como um mecanismo para disciplinar os gestores, incentivando-os a tomar decisões que aumentem o valor da empresa. A estrutura de capital, portanto, está diretamente ligada à governança corporativa na redução de custos de agência e alinhamento de interesses.

Shleifer e Vishny (1997) destacam que empresas com práticas robustas de governança tendem a ter maior acesso ao capital e menor custo de financiamento, impactando positivamente a sua estrutura de capital. Mais políticas de governança atraem investidores e facilita o acesso a fontes de financiamento com custos menores. Gompers e Metrick (2003) ainda reforçam que empresas com melhor governança são associadas a maior valorização de mercado e menor custo de capital. A estrutura de capital das empresas é impactada positivamente pela confiança dos investidores em boas práticas de governança, resultando em uma combinação mais eficiente de dívida e patrimônio. Denis e McConnell (2003) indicam que diferentes modelos de governança afetam as estruturas de capital das empresas de maneiras distintas. As práticas de governança robustas são associadas a maior uso de dívida e melhor acesso ao mercado de capitais, devido à confiança dos investidores em ambientes de governança mais transparentes e responsáveis. O mesmo resultado pode ser encontrado também em Khatib et al. (2020).

Leal e Carvalho-da-Silva (2005) avaliaram a relação entre governança corporativa e valor de mercado das empresas no Brasil, concluindo que aquelas com melhores práticas de governança tendem a ser mais valorizadas pelos investidores, o que se traduz em um menor custo de capital e maior uso de dívida. A adesão aos padrões de governança da B3, especialmente do Novo Mercado, apresenta uma relevância ainda maior na estrutura de capital. Para Saito e Alexandre (2008), empresas com melhores práticas de governança possuem maior capacidade de endividamento devido à confiança dos investidores na transparência e responsabilidade dessas empresas, demonstrando que a governança impacta positivamente a estrutura de capital. Conclusões semelhantes ainda podem ser encontradas em Silva e Leal (2005), Silveira e Barros (2006), Brito, Corrar e Batistella (2007) e Lopes e Walker (2016), Fonseca e Silveira (2016).

Segundo Soares et al (2023), empresas que se enquadram em segmentos de listagem com práticas de governança mais rigorosas tendem a apresentar melhor desempenho de mercado e maior valor de mercado, especialmente aquelas listadas no novo mercado. A estrutura de capital destas empresas é frequentemente mais equilibrada e menos exposta a riscos financeiros provenientes da contração de dívidas de curto prazo, favorecendo a estabilidade e atraindo investidores.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Os dados utilizados no presente estudo foram coletados de empresas de capital aberto listadas na B3 por meio da plataforma Economática. Para avaliação dos dados foi utilizado o software JAMOV, versão 2.3.28 e o software EXCEL.

O período de análise dos dados das empresas consideradas foi o consolidado do mês de dezembro de 2023, devido ser o final do ano fiscal mais recente disponível. Usaram-se os dados de demonstrativos financeiros no formato Ind&ComBR, excluindo-se desta forma da base as empresas em três classificações de setores: Segmento Bovespa de Bancos, Securitizadoras de Recebíveis e Seguradoras, Setor

Economática de Finanças e Fundos e Setor NAICS de Serviços Financeiros e Seguros. As exclusões foram feitas considerando as diferenças nas Estruturas de Balanço Patrimonial destas Instituições. Consideraram-se apenas ações ativas com preço unitário superior a zero.

Foram analisados os dados referentes a composição da estrutura de capital das empresas: Passivo Circulante (PC), Passivo Não Circulante (PNC) e Patrimônio Líquido (PL), bem como o Segmento de Governança Bovespa, o Segmento de Atuação Bovespa, o Setor Economática e o Setor NAICS. A análise da Estrutura de Capital neste trabalho utilizará as definições dadas por Assaf Neto (2021): nível de Endividamento Geral (EG), definido pela relação entre o Passivo Total ou Total de Capital de Terceiros (PC+PNC) e o Capital Próprio (PL) e o Nível de Endividamento de Longo Prazo (EL), considerando apenas a relação entre o passivo não circulante e o capital próprio.

$$EG = \frac{(PC+PNC)}{PL} ; EL = PNC/PL$$

Como embasamento estatístico utilizaram-se a média, a mediana e o desvio padrão. Desta forma, buscou-se encontrar um padrão na Estrutura de Capital das empresas dentro de cada segmento para verificar a possibilidade de identificar um perfil comum por segmento.

4 RESULTADOS E ANÁLISES

Os filtros feitos resultaram em 259 ações de empresas para análise pertencentes a variados setores/segmentos, com destaque para os setores de comércio (11,97%), construção (10,42%) e energia elétrica (8,11%).

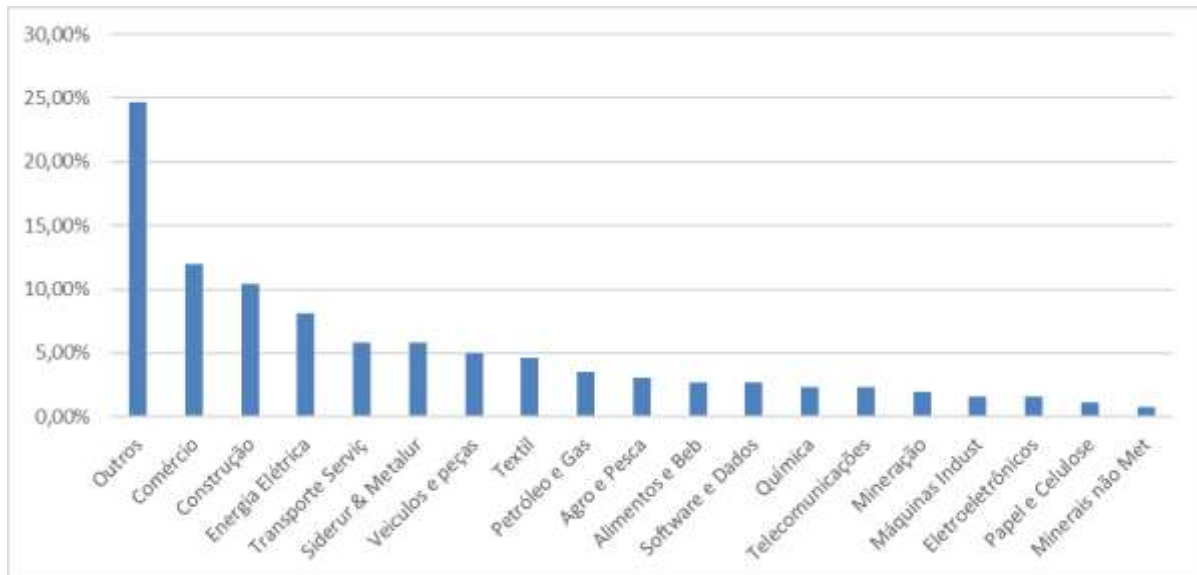


Figura 1. Percentual de empresas por Setor Economática

Fonte: Economática. Elaboração Própria.

Conforme verificado na Tabela 2, ao avaliar a distribuição de empresas por Nível de Governança (Segmento de listagem Bovespa), destaca-se que a maioria das

empresas estão classificadas no Novo Mercado (175 empresas – 68% do total) e no segmento tradicional (47 empresas – 18% do total).

Utilizando-se o software JAMOV para análise dos dados, verificou-se um desvio padrão do nível de endividamento geral (Passivo Total / Patrimônio Líquido) muito relevante quando comparado a média aritmética simples em praticamente todas as empresas listadas na bolsa, chegando em alguns casos a ser superior a própria média, conforme Tabela 2. Desta forma, para análise do nível de governança trabalhou-se com a mediana, que é um valor central e com tratamento de outliers, busca de empresas com valores muito discrepantes que pudessem estar impactando fortemente a média.

Tabela 2

Estrutura de Capital por Segmento de listagem

Estatística Descritiva

	Segmento listagem	N	Média	Mediana	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	Percentis		
								25th	50th	75th
P/PL	BDR nível 3	1	0.317	0.317	NaN	0.317	0.317	0.317	0.317	0.317
	Bovespa Mais	3	2.540	1.961	1.14	1.804	3.855	1.882	1.961	2.908
	Novo Mercado	175	32.403	1.679	396.99	-6.424	5.253.589	0.834	1.679	2.388
	Nível 1	17	2.369	0.707	6.43	-1.958	26.978	0.518	0.707	1.231
	Nível 2	16	1.532	1.712	1.68	-1.963	4.420	0.896	1.712	2.482
	Tradicional	47	1.777	0.441	20.65	-52.751	127.173	-1.750	0.441	1.293

Fonte: Economática. Elaboração Própria.

4.1 Análise considerando a mediana

Entendemos que a mediana seria um fator interessante de análise, visto que ela traduz o valor central num conjunto de dados, excluindo automaticamente o peso de valores muito discrepantes de um valor central.

Neste caso, de acordo com a Tabela 2, percebe-se que as maiores medianas estão nas empresas do nível Bovespa Mais, Novo Mercado e Nível 2, que apresentaram um Endividamento Geral mediano semelhante entre si, com valor médio de 1,78. Utilizando a fórmula de endividamento geral, este índice indica que 64% das fontes de financiamento destas empresas vêm de recursos de terceiros e apenas 36% de capital próprio. Estes números estariam mais próximos daqueles esperados para países mais desenvolvidos, onde as taxas de juros e a inflação são menores e a economia mais previsível, conforme Assaf Neto (2021).

Percebe-se ainda na Tabela 2 que as empresas classificadas como Nível 1, tradicionais e BDR nível 3 apresentavam um índice de endividamento geral mais baixo, com um valor médio de 0,5, dentro do esperado por Assaf Neto (2021) para as empresas nacionais.

4.2 Tratamento de outliers

Verificou-se a presença de 27 empresas com passivo a descoberto (10% do total). O termo “passivo a descoberto” indica que elas possuem passivos (capital de terceiros) superior aos ativos totais, ou seja, patrimônio líquido negativo. Este fato pode ser explicado por prejuízo no período analisado, estando a maioria delas no mercado tradicional. (Tabela 3)

Tabela 3
Empresas com passivo a descoberto

Estatística Descritiva										
	Segmento listagem	N	Média	Mediana	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	Percentis		
								25th	50th	75th
P/PL	Novo Mercado	8	-2.29	-1.53	1.743	-6.42	-1.20	-2.34	-1.53	-1.39
	Nível 1	1	-1.96	-1.96	NaN	-1.96	-1.96	-1.96	-1.96	-1.96
	Nível 2	2	-1.84	-1.84	0.170	-1.96	-1.72	-1.90	-1.84	-1.78
	Tradicional	16	-6.47	-2.12	12.852	-52.75	-1.26	-3.32	-2.12	-1.81

Fonte: Economática. Elaboração Própria.

Foi feita uma análise então excluindo estas empresas da base de dados, resultando nos dados da Tabela 4 com 232 empresas.

Tabela 4
Estrutura de Capital considerando apenas empresas com Patrimônio Líquido Positivo

	Segmento listagem Bovespa	N	Média	Mediana	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	Percentis		
								25th	50th	75th
P/PL	BDR nível 3	1	0.317	0.317	NaN	0.31731	0.317	0.317	0.317	0.317
	Bovespa Mais	3	2.540	1.961	1.14	180.379	3.855	1.882	1.961	2.908
	Novo Mercado	167	34.065	1.743	406.37	0.06190	5.253.589	0.869	1.743	2.459
	Nível 1	16	2.639	0.786	6.54	0.00720	26.978	0.520	0.786	1.267
	Nível 2	14	2.014	1.762	1.12	0.64905	4.420	1.241	1.762	2.852
	Tradicional	31	6.033	0.862	22.72	0.11569	127.173	0.487	0.862	1.945
Total empresas		232								

Nota. O IC da média assume que a distribuição amostral da média segue uma distribuição t com N-1 graus de liberdade

Fonte: Economática. Elaboração Própria.

Ainda neste cenário observou-se na Tabela 4 um alto desvio padrão, principalmente nos segmentos Novo Mercado e Tradicional, resolveu-se excluir os 10 maiores valores extremos (*outliers*) indicados pelo JAMOVl.

Tabela 5
Valores extremos de P/PL

		Número de linha		Valor
Highest	1	259		5253.58887
	2	258		127.17336
	3	257		58.98753
	4	256		42.35404
	5	255		26.97835
	6	254		17.10320
	7	253		12.27877
	8	252		9.38857
	9	251		8.95961
	10	250		8.26346

Fonte: Economática. Elaboração Própria.

A nova base de trabalho consta agora com 222 empresas, destacando-se novamente o nível de endividamento geral nos segmentos Bovespa Mais, Novo Mercado e Nível 2, com um índice de endividamento geral médio de 2.13, significando que 68% dos recursos das empresas destes segmentos são de origem de terceiros, sendo apenas 32% de fonte própria, valores próximos aos encontrados quando se fez a análise pela mediana. Demonstrando alto grau de alavancagem destas empresas em destaque na Tabela 6.

Tabela 6
Estrutura de Capital apenas de empresas com PL positivo e sem outliers

Segmento listagem Bovespa		N	Média	Mediana	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	Percentis		
								25th	50th	75th
P/PL	BDR nível 3	1	0.317	0.317	NaN	0.31731	0.317	0.317	0.317	0.317
	Bovespa Mais	3	2.540	1.961	1.141	180.379	3.855	1.882	1.961	2.908
	Novo Mercado	160	1.844	1.694	1.380	0.06190	7.693	0.861	1.694	2.359
	Nível 1	15	1.016	0.707	0.852	0.00720	3.411	0.519	0.707	1.166
	Nível 2	14	2.014	1.762	1.116	0.64905	4.420	1.241	1.762	2.852
	Tradicional	29	1.474	0.839	1.710	0.11569	8.205	0.441	0.839	1.613

Nota. O IC da média assume que a distribuição amostral da média segue uma distribuição t com N-1 graus de liberdade

Fonte: Economática. Elaboração Própria.

Percebe-se que os filtros trouxeram mais confiabilidade na amostragem, visto o menor desvio padrão e a visibilidade do gráfico de barra (Figura 2).

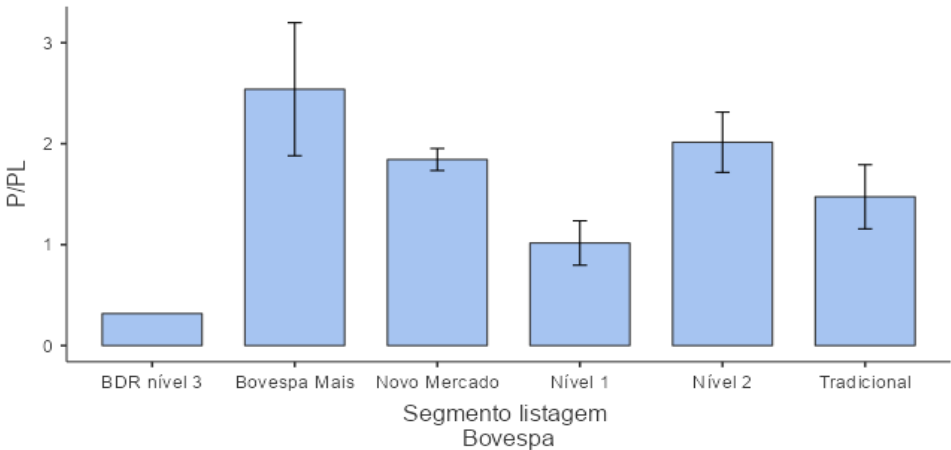


Figura 2. Grau de endividamento por segmento listagem

Fonte: Economática. Elaboração Própria.

E boxplot, Figura 3, verificando-se menor variabilidade nos dados

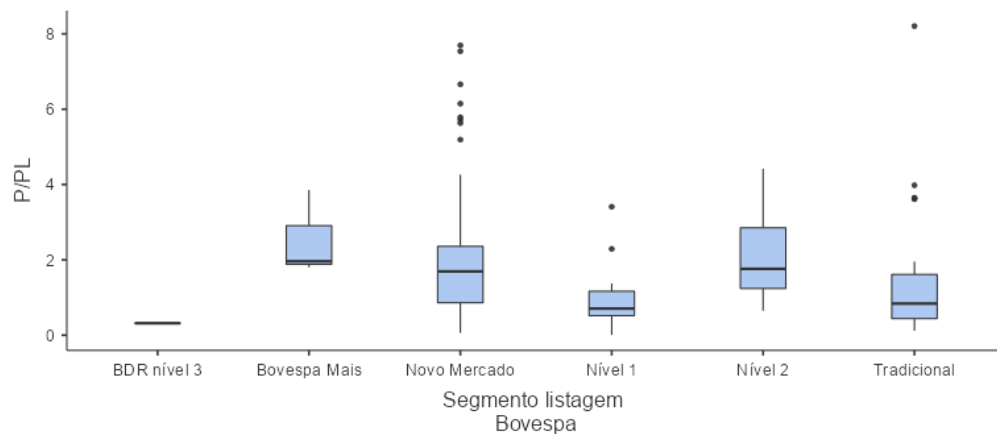


Figura 3. Boxplot do grau de endividamento por segmento de listagem

Fonte: Economática. Elaboração Própria.

Novamente percebe-se para as empresas dos segmentos Nível 1, Tradicional e BDR nível 3 um menor grau de alavancagem, em torno de 1.24, indicando cerca de 55% da fonte de financiamento através de capital de terceiros e 45% de capital próprio. O resultado ficou bem acima daquela utilizando a mediana, mas demonstra também que estas empresas usam menos recursos de terceiros quando comparadas a aquelas com maior grau de governança.

Ainda visando a análise do grau de endividamento, procedeu-se à análise do endividamento de curto e longo prazo, através da relação do PC e do PNC sobre o PL. (Tabela 7)

Tabela 7

Estrutura de Capital Completa

	Segmento listagem Bovespa	N	Média	Mediana	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
P/PL	BDR nível 3	1	0.3173	0.3173	NaN	0.31731	0.3173
	Bovespa Mais	3	25.398	19.612	1.141	180.379	38.545
	Novo Mercado	160	18.437	16.940	1.380	0.06190	76.931
	Nível 1	15	10.164	0.7067	0.852	0.00720	34.108
	Nível 2	14	20.145	17.619	1.116	0.64905	44.202
	Tradicional	29	14.743	0.8389	1.710	0.11569	82.051
PNC/PL	BDR nível 3	1	0.2766	0.2766	NaN	0.27664	0.2766
	Bovespa Mais	3	15.021	11.193	0.806	0.95946	24.277
	Novo Mercado	160	11.099	0.9386	0.916	0.00407	59.253
	Nível 1	15	0.5999	0.4332	0.465	6.29e-5	17.090
	Nível 2	14	13.321	13.448	0.773	0.21939	25.931
	Tradicional	29	0.7526	0.4226	0.902	0.02251	35.638
PC/PL	BDR nível 3	1	0.0407	0.0407	NaN	0.04067	0.0407
	Bovespa Mais	3	10.377	10.017	0.372	0.68450	14.269
	Novo Mercado	160	0.7338	0.5400	0.755	0.03075	54.081
	Nível 1	15	0.4165	0.2415	0.433	0.00714	17.018
	Nível 2	14	0.6823	0.4565	0.576	0.20222	24.120
	Tradicional	29	0.7217	0.4138	0.979	0.04387	46.413

Nota. O IC da média assume que a distribuição amostral da média segue uma distribuição t com N-1 graus de liberdade

Fonte: Economática. Elaboração Própria.

Verifica-se novamente a concentração de capital de longo prazo de terceiros nas empresas dos segmentos BOVESPA MAIS, NÍVEL 2 e NOVO MERCADO. O maior nível de governança possibilita as empresas maior acesso a financiamento de longo prazo e taxas mais atrativas junto a credores. Assim, estas empresas apresentaram PNC/PL médio de 1,31, ou seja, 57% do capital de longo prazo oriundo de terceiros e 43% de recursos próprios.

As empresas dos segmentos Tradicional, Nível 1 e BDR Nível 3 apresentaram PNC/PL de 0,53, indicando que utilizam mais capital próprio, cerca de 65%, do que de terceiros, que representou apenas 35%. Este percentual está bem próximo daquele sugerido por Assaf Neto (2021) para empresas brasileiras, entendendo-se o maior risco do capital de terceiros e a maior dificuldade de acesso.

Em praticamente todos os segmentos o passivo circulante (PC) representou índice menor do que 0,74, demonstrando que o passivo circulante, ou capital de curto prazo de terceiros que as empresas utilizam para suas atividades representaram menos de 43% do total. Este é um resultado esperado, visto que uma maior necessidade de recursos de curto prazo de terceiros poderia sugerir dificuldade de liquidez das empresas. Atenção deve ser feita às empresas do segmento Bovespa Mais, onde o passivo circulante teve valor 1, indicando que mesmo para os endividamentos de curto prazo existe forte dependência do capital de terceiros.

Trabalhos anteriores sobre a relação entre governança e estrutura de capital são heterogêneos. Pinheiro (2017) encontrou o nível de endividamento das empresas fora dos níveis de governança com maior alavancagem e Junqueira (2015) concluiu que empresas aderentes ao novo mercado apresentam menor endividamento enquanto Fonseca (2016) indicou uma relação positiva da governança com o endividamento de longo prazo e negativa com o de curto prazo.

Assim, a pesquisa atual vem a colaborar com a discussão, mostrando que a estrutura de capital deve ser afetada pelo nível de governança, mas como em períodos diferentes os trabalhos apresentam alguma diferença nos resultados, outros fatores também devem influenciar a estrutura de capital, como taxas de juros, câmbio e o desempenho do negócio da empresa.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho buscou avaliar a estrutura de capital das empresas listadas na B3 de acordo com seu nível de governança. Foram analisadas 259 empresas e sua posição contábil em dezembro de 2023. Depois de estudar os dados financeiros das empresas disponíveis na plataforma Economatica e o software JAMOV, percebeu-se que as empresas dos segmentos BOVESPA MAIS, NOVO MERCADO e NÍVEL 2 apresentaram maior grau de alavancagem frente as demais.

Considerando a pequena base de empresas no segmento BOVESPA MAIS, apenas 3, entende-se que aquelas de maior grau de Governança, NOVO MERCADO e NÍVEL 2, apresentam maior grau de alavancagem.

Acredita-se que o maior grau de governança das empresas permite mais acesso ao crédito, na medida que seus dados estão mais acessíveis aos credores, que com mais confiança podem ter mais propensão a investirem seus recursos nestas empresas, conforme indicado pela literatura no referencial teórico. Desta forma, as empresas que necessitam de financiamento devem aderir a melhores práticas de gestão, como forma de reduzir o conflito de agência e diminuir a assimetria de informações perante o mercado e assim acessar endividamentos em maior

quantidade e qualidade. Além disso, com menor risco os investidores podem financiar empresas a menores taxas e com maiores prazos de vencimento.

Observa-se, entretanto, que o grau de alavancagem das empresas nesta data estava acima daquele esperado por Assaf Neto (2021), que indicou um grau de endividamento médio de 0,5 para as empresas nacionais, ou seja, cerca de 66% dos recursos através de capital próprio.

O mesmo autor apresenta, entretanto, os estudos de Modigliani & Miller (1958) que afirmam que o capital de terceiros é mais interessante para as empresas pela possibilidade de desconto tributário dos juros. De qualquer forma, afirmam os autores que o grau de alavancagem deve levar em conta o risco de mercado.

Sugere-se assim novas pesquisas que possam investigar a influência de outros fatores no grau de alavancagem, como taxas de juros e câmbio, para determinar o risco e qualidade dos níveis de endividamento, verificando-se a relação do custo de capital de terceiros com o grau de endividamento e avaliar o risco para estas organizações tendo em vista as altas taxas de juros atuais da economia brasileira.

Verificou-se que as empresas com menor grau de Governança, Segmento Tradicional e Nível 1 apresentaram menor grau de alavancagem, mostrando números de PNC/PL em torno de 0,5, indicando 66% de presença de capital próprio como fonte de financiamento de longo prazo.

Novas pesquisas também podem ser adequadas para verificar se os dados não são apenas pontuais do período analisado ou se realmente mostram uma tendência do financiamento das empresas de maior grau de governança, bem como verificar se o menor grau de alavancagem das empresas com menor grau de Governança são propositais ou indicam maior dificuldade em acesso a fontes de financiamento.

REFERÊNCIAS

Assaf Neto, A. (2021). *Finanças Corporativas e Valor*. 8ª. Edição. São Paulo, Atlas.

B3. Sobre segmentos de listagem. Disponível em:

https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/, Acesso em: 03/07/2024.

Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2019). *Principles of Corporate Finance* (13th ed.). New York, McGraw-Hill Education.

Brito, G. A. S., Corrar, L. J., & Batistella, F. D. (2007). Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18, 9-19.

Denis, D. K., & McConnell, J. J. (2003). International corporate governance. *Journal of financial and quantitative analysis*, 38(1), 1-36.

Dias, A. T., Dias, W. D., Silva, J. T. M., & Ferreira, B. P. (2020). As influências da governança corporativa e da estrutura de capital no desempenho e no risco da firma. *Revista Gestão & Tecnologia*, 20(2), 98–120.

Fonseca, C. V. C., & Silveira, R. L. F. D. (2016). Governança corporativa e custo de capital de terceiros: evidências entre empresas brasileiras de capital aberto. *REAd. Revista Eletrônica de Administração* (Porto Alegre), 22(1), 106-133.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Abrir ou não o capital da empresa?**
Disponível em: <https://www.ibgc.org.br/blog/abrir-nao-capital-empresa>. Acesso em 04/07/2024.

Junqueira, L.R; Soares, C.H.; Bressan, A.A.& Bertucci, L.A. (2017). Impactos da adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras. *Rev. Adm. UFSM*, v.10 (3), 420-436.

Khatib, S.; Feriha Abdullah, D.; Hendrawaty, E. & Suleiman Yahaya, I. (2020). Corporate governance mechanisms and capital structure. *International Journal of Advanced Science and Technology*, 29(10S), 993-1003.

Gitman, L. J. (2010). *Princípios de Administração Financeira*. 12ª Edição. São Paulo, Pearson Education.

Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The quarterly journal of economics*, 118(1), 107-156.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). (2015). *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. São Paulo, IBGC.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The journal of finance*, 28(4), 911-922.

Leal, R. P., & Carvalhal-da-Silva, A. L. (2007). Corporate governance and value in Brazil (and in Chile). *Investor protection and corporate governance: Firm-level evidence across Latin America*, 213-287.

Lopes, A. B., Walker, M., & da Silva, R. L. M. (2016). The determinants of firm-specific corporate governance arrangements, IFRS adoption, and the informativeness of accounting reports: Evidence from Brazil. *Journal of International Accounting Research*, 15(2), 101-124.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, 48(3), 261-297.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *American Economic Review*, 53(3), 433-443.

Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.

Pinheiro, B.G et al. (2017). Estrutura de Capital e Governança Corporativa nas Empresas Listadas na BM&FBovespa. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 11(4), 451-466

Ross, S. A. et al. (2013). Fundamentos da Administração Financeira. 9ª. Edição. Porto Alegre, AMGH.

Rossetti, J. P. (2018). Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências. São Paulo, Atlas.

Saito, R., & Alexandre, D. M. G. (2008). A estrutura de capital e os determinantes da alavancagem: Evidências para companhias abertas brasileiras. Revista de Administração Contemporânea, 12(3), 680-698.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. The journal of finance, 52(2), 737-783.

Silva, A. L. C., & Leal, R. P. C. (2005). Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. Revista Brasileira de Finanças, 3(1), 1-18.

Silveira, A. D. M. D. (2006). Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo.

Soares, D.J et al. (2023) Valor de mercado e P&D: uma análise de empresas listadas na B3. Revista de gestão dos Países de Língua Portuguesa, 22(1), p. 1-20, Rio de Janeiro.

Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. Journal of Finance, 43(1), 1-19.