

COMPARAÇÃO ENTRE ESTRUTURA DE CAPITAL E NÍVEL DE GOVERNANÇA

THAÍS CRISTINE RIPKA

Mestranda em Contabilidade (UFPR)

LUIZ FERNANDO BERBETZ MARTINS

Mestrando em Contabilidade (UFPR)

ANA PAULA MUSSI SZABO CHEROBIM

Doutora e professora do Mestrado em Contabilidade – UFPR

RESUMO

Com vistas a minorar os efeitos da falta de transparência, a BMF&Bovespa lançou níveis diferenciados de governança corporativa e incentiva que empresas adentrem a maiores níveis. Neste estudo, pressupoem-se que empresas com melhores práticas de transparência obtêm recursos de terceiros mais facilmente e a taxas de juros menores, gerando maior endividamento. Objetivo: investigar se o nível de endividamento das empresas participantes do nível Novo Mercado é maior em comparação às demais empresas listadas em Bolsa. Metodologia: a amostra foi composta de 314 empresas e destas 88 estão inseridas no Novo Mercado. A base de dados econômico-financeiros foi constituída a partir do Economática, para o período de 2002 a 2009. Teve-se como principal indicador de endividamento a estrutura de capital. As técnicas empregadas foram análise gráfica por *boxplot* e comparação entre médias pelo teste *t*. Resultados: a análise gráfica não demonstra aumento de endividamento a partir do indicador de endividamento utilizado, já que este decresce de 24% (2002) para 17% (2009) para 1º quartil e de 70% para 49 para a mediana e quartil. Conclusão: a análise do nível de endividamento como realizada nesta pesquisa, não permite afirmar que as empresas com maior nível de governança apresentam maior nível de endividamento.

Palavras-chave: BMF&Bovespa, níveis de governança, endividamento.

ABSTRACT

In order to alleviate the effects of lack of transparency, BMF& Bovespa launched levels of corporate governance and encourages companies to enter into the higher levels. In this study, it is assumed that companies with best practices of transparency obtain third-party resources more easily and at lower interest rates, generating more debt. Objective: To investigate whether the level of indebtedness of the companies participating in the New Market level is higher compared to other companies listed on the Stock Exchange. Methodology: The sample consisted of 314 companies and 88 of these are located in New Market. The basis of economic and financial data was obtained from the Economática for the period 2002 to 2009. Had to be the main indicator of the debt capital structure. The techniques were employed by *boxplot* graphical analysis and comparison between means by *t* test Results: The graphical analysis shows no increase in debt from the debt indicator used, as it decreases from 24% (2002) to 17% (2009) for the first quartile and 70% to 49 for the median and quartile. Conclusion: The analysis of the level of indebtedness as performed in this research did not show that firms with higher levels of governance have a higher level of indebtedness.

Keywords: BMF & Bovespa, levels of governance, *indebtedness*.

1 INTRODUÇÃO

Com vistas a minorar os efeitos perversos da falta de transparência, a Bovespa lançou, em 2001, os níveis diferenciados de governança corporativa entre as empresas listadas e vem fortalecendo os incentivos para que as empresas adentrem a mais elevados níveis de governança. Os escândalos financeiros de empresas como Amro e Banco Behrings e a crise financeira mundial que, entre outros destaques, mostrou a fragilidade da contabilização de operações financeiras, corroboram o estudo do tema. Por outro lado, a questão da estrutura de capital é discussão antiga na academia e nas empresas, porquanto não se tem ainda consenso quanto à existência ou não de uma estrutura ótima de capital para as empresas. Ou seja, não se sabe qual o melhor nível de endividamento para as empresas.

Este artigo apresenta as primeiras conclusões de uma pesquisa que se insere nesse contexto e tem por objetivo investigar se o nível de endividamento das empresas participantes do nível de governança no novo mercado é maior em comparação às demais empresas listadas em bolsa. O pressuposto é que as empresas com melhores práticas de transparência conseguem obter recursos de terceiros mais facilmente e a taxas de juros menores, o que as levaria a maior nível de endividamento.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

O embasamento conceitual necessário para a investigação científica do tema exige a compreensão das teorias de estrutura de capital e endividamento e a conceituação de governança corporativa.

2.1 ESTRUTURA DE CAPITAL

As decisões de financiamento estão relacionadas ao estudo da estrutura de capital das empresas, o qual, segundo Cherobim (2008), está diretamente relacionado às fontes de financiamento da empresa, que se dividem em dois grandes grupos: o capital próprio, representado pelos recursos que os acionistas aplicaram na empresa, e o capital de terceiros, que é constituído por diferentes formas de endividamento de longo prazo.

Damodaran (2002) explica a diferença fundamental entre dívida (capital de terceiros) e ação (capital próprio): aquela confere ao portador direitos sobre um conjunto controlado de fluxos de caixa (normalmente juros e pagamentos do principal), enquanto a segunda confere ao portador direitos sobre quaisquer fluxos de caixa residuais depois de terem sido cumpridos todos os demais compromissos.

Para Copeland, Weston e Shastri (2005), detentores de títulos de dívida (capital de terceiros) são investidores que abrem mão de dinheiro no presente pela promessa de pagamentos futuros, que englobam valor principal e juros. Já os investidores em patrimônio líquido (capital próprio), abrem mão de seu capital pela expectativa de ganhos futuros, condicionados à geração de riqueza pela empresa. Além desses, ainda existe um terceiro tipo de título, denominado híbrido, que possui alguma característica de dívida (capital de terceiros) e alguma característica de ação (capital próprio) – por exemplo, as ações preferenciais.

As discussões sobre a otimização ou não da estrutura de capital de uma empresa permeiam por décadas a área de finanças. As teorias mais difundidas são: (1) teoria da irrelevância da estrutura de capital, (2) teoria da estrutura ótima de capital e (3) teoria da hierarquia – *pecking order*. A teoria da irrelevância da estrutura de capital foi primeiramente apresentada, em 1958, por Franco Modigliani e Merton Miller (MM). Cherobim (2008) afirma que a maior importância dessa teoria está no pioneirismo em utilizar o método científico para analisar a composição de capital das empresas, até então estudada por meios descritivos.

Em contraposição aos trabalhos de MM, DeAngelo e Masulis (1980) demonstram que o teorema da irrelevância apresentado é extremamente sensível à realidade e a pequenas

modificações nos parâmetros, como inclusão de custos de falência, de monitoramento ou alteração nas premissas de tributação. Em seu modelo, DeAngelo e Masulis (1980) inferem que existe uma estrutura ótima de capital para cada empresa em cenário de equilíbrio de mercado. A teoria apresentada também é encontrada na literatura como teoria do *trade off*. Conforme explicam Bradley, Jarrell e Kim (1984), a estrutura ótima de capital de uma empresa envolve a troca entre as vantagens tributárias obtidas na tomada de crédito e os vários custos relacionados ao impulso, como o de falência e de agência.

Segundo Damodaran (2002), se a decisão sobre financiamento envolve uma opção entre as vantagens e os custos da dívida, os benefícios marginais serão compensados precisamente pelos custos marginais somente em casos excepcionais. Na maioria das vezes, uma das variáveis será maior do que a outra. Dessa maneira, existe uma estrutura ótima de capital na qual o valor da empresa é maximizado.

Os precursores da terceira teoria, a da hierarquia, foram Myers e Majluf (1984) e Myers (1984). Para eles, os executivos detêm mais informações sobre a empresa do que investidores externos (assimetria informacional). Para os autores, as empresas não tomam decisões para atingir a estrutura ótima de capital, a fim de maximizar o valor da empresa.

É mais interessante reaplicar os lucros da empresa nos novos projetos do que fazer novas captações junto a acionistas. A divulgação é trabalhosa e tem custos, além de municiar a concorrência com informações sobre produtos a serem lançados, sobre novas tecnologias e sobre detalhes do planejamento. (CHEROBIM, 2008).

De acordo com Damodaran (2002), essa teoria reconhece que as empresas seguem uma hierarquia de financiamento: lucros acumulados é a opção preferida para financiamento, seguida de dívida, novas ações ordinárias e novas ações preferenciais. Os administradores dão valor à flexibilidade e ao controle. Financiamentos externos reduzem a flexibilidade de uma empresa, e novas ações e contratos de dívida fazem com que os controladores percam controle por conta de eventual diminuição de sua participação no capital total e também por cláusulas contratuais, respectivamente.

O arcabouço teórico da pesquisa que originou este artigo não pressupõe superioridade de uma ou de outra teoria da estrutura de capital. Utiliza a estrutura de capital de cada uma das empresas pesquisadas para estabelecer seu grau de endividamento, permitindo a relação com os níveis de governança em que essas empresas estão listadas.

2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA

Governança corporativa para o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC)

[...] são as práticas e os relacionamentos entre os Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal, com a finalidade de otimizar o desempenho da empresa e facilitar o acesso ao capital.”

Além disso, a expressão é utilizada para abranger os

[...] assuntos relativos ao poder de controle e direção de uma empresa, bem como as diferentes formas e esferas de seu exercício e os diversos interesses que, de alguma forma, estão ligados à vida das sociedades comerciais. (IBGC, 2003).

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), em sua cartilha de recomendações sobre governança corporativa (2003: 1), a conceitua como

[...] o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de Governança Corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas.

As empresas brasileiras de capital aberto estão sujeitas à classificação de suas práticas de governança em níveis diferenciados estabelecidos pela então Bovespa, em 2001. As empresas com melhores práticas de governança estão listadas no novo mercado, seguidas pelas empresas de nível 2, nível 1 e mercado geral, estas obedecendo apenas aos requisitos legais de transparência, para manterem suas ações listadas em bolsa.

O novo mercado é um segmento do mercado acionário destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa e *disclosure* adicionais em relação ao que é exigido pela legislação. A premissa básica do novo mercado é de que a valorização e a liquidez das ações de um mercado são influenciadas positivamente pelo grau de segurança que os direitos concedidos aos acionistas oferecem e pela qualidade das informações prestadas pelas empresas (BM&FBOVESPA, 2004).

A BM&FBovespa estabelece que a principal inovação do novo mercado, em relação à legislação, é a proibição da emissão de ações preferenciais. Todavia, essa não é a única. Resumidamente, a companhia aberta participante do novo mercado tem como obrigações adicionais:

- a) realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- b) manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital;
- c) extensão a todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia – *tag along*;
- d) estabelecimento de um mandato unificado de um ano para todo o Conselho de Administração;
- e) disponibilidade de balanço anual, seguindo as normas internacionais de contabilidade;
- f) introdução de melhorias nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;
- g) obrigatoriedade da realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no novo mercado;
- h) cumprimento de regras de *disclosure* em negociações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa.

As boas práticas de governança não se exaurem nas exigências da BM&FBovespa. Padrões internacionais e exigências específicas de grupos de acionistas podem levar a empresa a dar maior visibilidade às suas decisões e resultados. Tendo em vista a dificuldade em mapear a diversidade dessas práticas, a pesquisa que originou este artigo limitou-se a estabelecer como pressuposto que as empresas listadas no novo mercado são as de melhores práticas de governança.

3 METODOLOGIA

A abordagem metodológica da pesquisa que originou este artigo é quantitativa, a análise é descritiva e o corte é longitudinal. A população é formada por todas as empresas listadas na BM&FBovespa e a amostra inicial foi composta de empresas listadas no sítio da BM&FBovespa, totalizando 547. Dessas, inicialmente foram desconsideradas 165 empresas por não possuírem informações no banco de dados do *software* de coleta utilizado e ainda outras 68 pertencentes ao setor financeiro, dadas as especificidades do setor.

A amostra final é composta de 314 empresas, das quais 88 estão inseridas no novo mercado, conforme figura 1. As demais, 226 empresas, ou estão classificadas como nível 1, 2, Balcão Organizado, Bovespa Mais, BDR nível 3 ou não apresentam classificação conforme coleta de dados realizada na BM&FBovespa.

FIGURA 1 – COMPOSIÇÃO DA AMOSTRA

Amostra Inicial	547	100%
Sem Banco de Dados	165	30%
Financeiras	68	12%
Amostra Final	314	57%
Sendo:		
Sem Classificação	176	
NM - Novo Mercado	88	
N1 - Nível 1 de Governança Corporat	22	
N2 - Nível 2 de Governança Corporat	14	
MB - Balcão Organizado Tradicional	7	
DR3 - BDR Nível 3	6	
MA - Bovespa Mais	1	

Figura 01: Composição Amostra

Fonte: BM&Fbovespa

Com relação aos dados econômico-financeiros, a base de dados foi constituída com fundamento em Economática, *software* especializado em informações para o mercado de capitais. O principal indicador de endividamento, utilizado na análise foi a estrutura de capital, calculada da seguinte maneira: exigível de longo prazo/(exigível lp + patrimônio líquido). O banco de dados Economática também apresenta esse indicador calculado com base no valor de mercado, mas pelas discrepâncias verificadas e pela própria vulnerabilidade do preço da ação que determina este valor, tal procedimento não foi utilizado.

O período de tempo da análise foi de 2002 a 2009, e as informações de 2002 a 2008 são referentes a 31/12 do ano em questão, enquanto a informação de 2009 advém do ITR3.

A análise dos dados se deu pelo *boxplot*, gráfico que possibilita representar a distribuição de um conjunto de dados com base em alguns de seus parâmetros descritivos: a mediana (q2), o quartil inferior (q1), o quartil superior (q3) e intervalo interquartil (IQR = q3 - q1).

A análise primeiramente ocorreu comparando-se o gráfico *boxplot* de endividamento das empresas pertencentes ao novo mercado com as não pertencentes ao novo mercado. Já para a segunda medida de comparação, avaliou-se somente o segmento de construção das empresas pertencentes ao novo mercado com o mesmo setor das empresas não pertencentes. Esse setor específico foi selecionado pela elevada concentração de empresas no total da amostra e também por possuir representatividade nos dois grupos pesquisados. Como comparação final, confrontou-se o segmento de construção, que pode ser tomado como segmento tradicional, com os segmentos de tecnologia de informação e telecomunicações, que, por sua vez, podem ser tidos como segmentos contemporâneos.

Na primeira análise, foram excluídas duas empresas do total de 88 participantes do novo mercado, pois elas apresentavam níveis de endividamento fora dos padrões da amostra (*outliers*) e também foram desconsideradas 60 das 226 empresas não participantes do novo mercado, pelo mesmo motivo. Já para a segunda análise, foram desconsideradas três empresas do total de 24 participantes do novo mercado e do setor de construção e outras 4 das 12 não participantes do novo mercado desse mesmo setor. No caso do setor de TI e telecomunicações, das 21 empresas listadas, 6 participam do novo mercado e 15 estão fora dele. Os mesmos parâmetros de inclusão na amostra foram considerados; expurgando-se os *outliers*, têm-se respectivamente, para as comparações finais, 2 e 14 empresas.

A fim de ampliar a robustez da análise, aplicou-se estatística inferencial pelo *software* estatístico SPSS, utilizando-se o teste paramétrico *t* de Student para amostras independentes, com o objetivo de comparar a variação das médias entre os diferentes grupos, sendo adotado como parâmetro $p < 0,05$. Um dos grupos foi constituído pelas empresas participantes do novo mercado e outro grupo pelas demais empresas. No caso desse teste, utilizaram-se dados de 2009 e optou-se por manter as empresas cujo balanço se apresenta positivo, assegurando a normalidade da

amostra, a qual foi atestada pelo teste Kolmogorov-Smirnov. Totalizaram-se 85 as empresas pertencentes do novo mercado (grupo 1) e 163 demais empresas (grupo 2).

4 ANÁLISE DOS DADOS

O nível de endividamento é considerado na forma do percentual da estrutura de capital composta de endividamento de longo prazo. A técnica do *boxplot* permitiu segmentar as empresas, conforme o nível de endividamento em quatro grupos, das menos endividadas às mais endividadas. O nível de endividamento das empresas participantes do novo mercado apresenta queda no período de análise, a começar pelo 1º quartil (25% do total), que vai de 24% em 2002 para 17% em 2009. A tendência permanece a mesma para as empresas que constituem a mediana e quartil superior (50% do total). Nessas, o íterim de endividamento apresentava-se nos níveis de 25% a 70% em 2002, passando para, no máximo, 49% em 2009. No ano de 2008, mesmo com a interrupção da tendência de queda verificada desde 2002, o endividamento é bem mais baixo, se comparado a 2002 (54% *versus* 70%).

A análise das empresas participantes do novo mercado perante as que não participam é que, enquanto aquelas apresentam tendência de queda, estas mantêm o nível de endividamento, já que 75% do total apresentam nível máximo de 56% em 2009 diante de 60% em 2002.

FIGURA 2 – NÍVEL DE ENDIVIDAMENTO PARTICIPANTES DO NOVO MERCADO

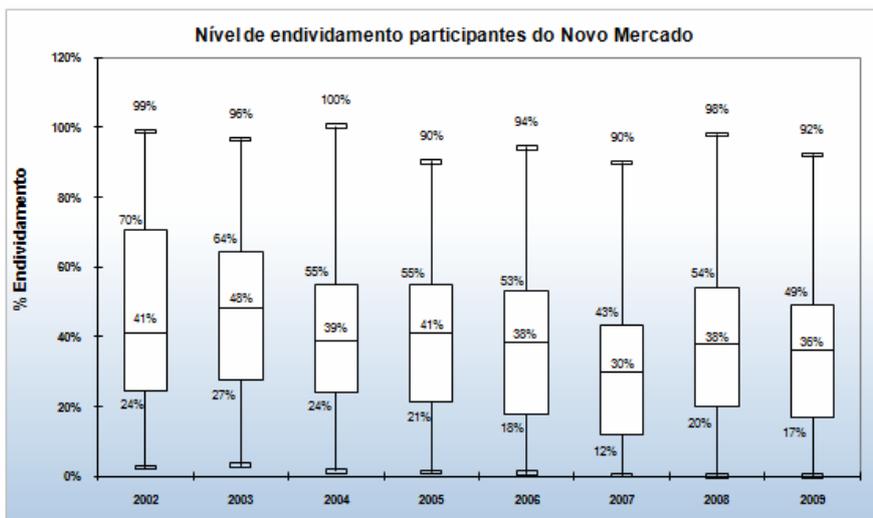


Figura 02: Nível de endividamento participantes do Novo Mercado

Fonte: Elaboração Própria

FIGURA 3 – NÍVEL DE ENDIVIDAMENTO NÃO PARTICIPANTES DO NOVO MERCADO

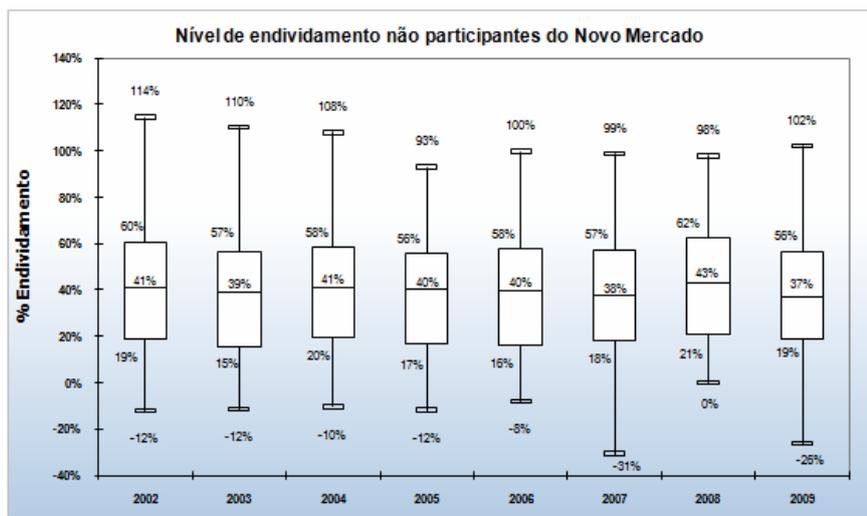


Figura 03: Nível de endividamento não participantes do Novo Mercado

Fonte: Elaboração Própria

A verificação de queda no nível de endividamento das empresas participantes do novo mercado não corrobora a ideia de essas empresas serem favorecidas com melhores taxas de juros, o que levaria a opção por mais endividamento, haja vista maior nível de transparência. De outra forma, não é possível afirmar que haja relação entre o grau de impulso de uma empresa com seu nível de governança.

Para aproximadamente 25 empresas, representando pouco mais que 10% em 2009, que não fazem parte do novo mercado, o indicador de estrutura de capital resulta negativo porque o total de PL mais exigível de longo prazo é menor que o exigível de longo prazo, porque essas empresas vêm tendo prejuízo em montante superior a seu capital social.

De acordo com classificação de segmento, proposta pela BMF&Bovespa, do total de 88 empresas pertencentes ao novo mercado, 27,3%, ou 24 empresas, são do setor de construção, 9,1% do setor de alimentos processados e 8,0% da área de saúde. Já para o grupo de 226 empresas que não participam do novo mercado, o segmento de energia elétrica tem 15,9% das empresas, seguido por tecidos, vestuários e calçados com 11,1%, e o grupo de construção aparece na sexta colocação com 5,3% ou 12 empresas.

Utilizou-se setor específico para uma nova comparação, pois o *mix* de participação dos segmentos existentes nas duas amostras é diferente, podendo distorcer a análise dos resultados, já que cada segmento possui características específicas na captação de recursos. As figuras 4 e 5 mostram os resultados das análises *boxplot* do endividamento das empresas nos anos de 2007, 2008 e 2009.

FIGURA 4 – NÍVEL DE ENDIVIDAMENTO PARTICIPANTES DO NOVO MERCADO – SETOR CONSTRUÇÃO

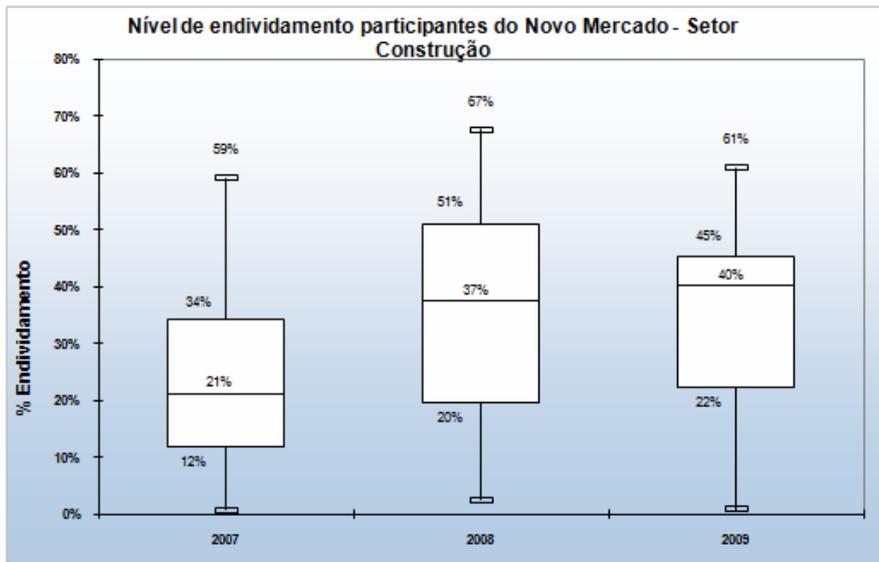


Figura 04: Nível de endividamento participantes do Novo Mercado - Setor Construção
Fonte: Elaboração Própria

FIGURA 5 – NÍVEL DE ENDIVIDAMENTO NÃO PARTICIPANTE DO NOVO MERCADO – SETOR CONSTRUÇÃO

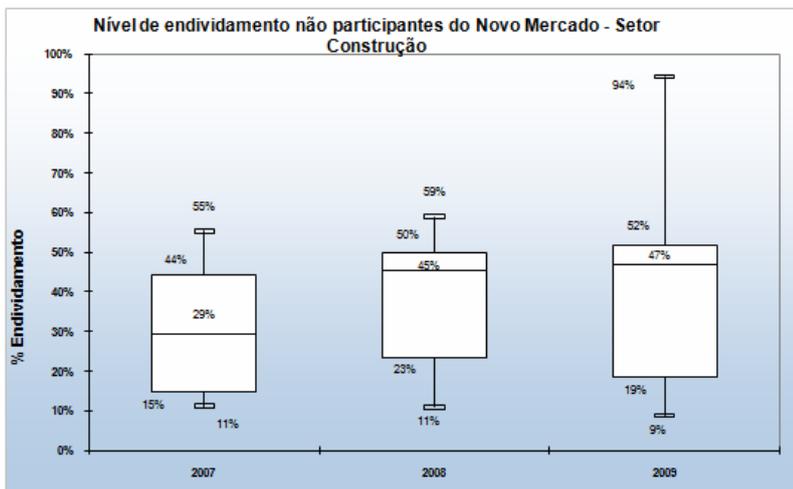


Figura 05: Nível de endividamento não participantes do Novo Mercado - Setor Construção
Fonte: Elaboração Própria

Mesmo utilizando somente um setor específico para eliminar o possível viés do *mix* de participação entre segmentos, não é conclusiva a análise de que as empresas de construção do novo mercado são mais impulsionadas que as empresas não pertencentes a esse mercado por causa do maior nível de governança.

Quando se analisam os anos de 2007 e 2008, no todo, as participantes do novo mercado apresentam nível de endividamento mais elevado; porém, em 75% do todo, essas não apresentam grande diferenciação diante de não participantes, chegando, inclusive, a apresentar menor endividamento.

Na comparação entre segmentos, construção *versus* TI e telecomunicações, no caso das não participantes do novo mercado, observa-se maior endividamento no conjunto das empresas que constituem 75% do todo em níveis e 5 a 10 p.p.

Cabe destacar que, nos anos de 2007 e 2008, as empresas no quartil superior no setor de TI e telecomunicações estavam com nível de endividamento bem acima do setor em comparação (setor de construção), o que poderia ser reflexo da expansão dos segmentos. A comparação das participantes do novo mercado para o setor de TI e telecomunicações ficou comprometida pela reduzida quantidade de empresas.

FIGURA 6 – NÍVEL DE ENDIVIDAMENTO NÃO PARTICIPANTES DO NOVO MERCADO – SETOR TECNOLÓGICA DA INFORMAÇÃO E TELECOMUNICAÇÕES

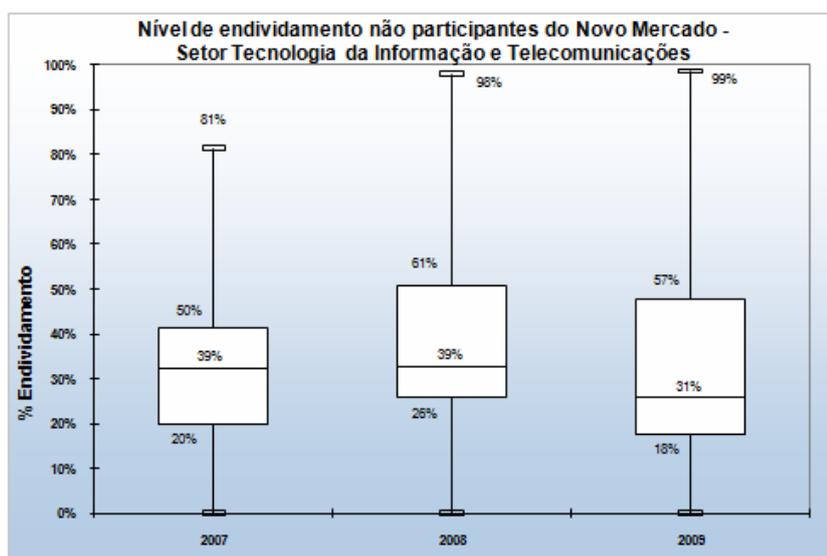


Figura 06: Nível de endividamento não participantes do Novo Mercado - Setor Tecnologia da Informação e Telecomunicações

Fonte: Elaboração Própria

No que tange ao resultado do teste *t*: para o grupo 1 (G1) obteve-se um total de 85 empresas com porcentual médio \pm desvio-padrão de $34,98 \pm 2,35$ pontos percentuais quanto ao indicador de endividamento utilizado neste estudo (exigível de longo prazo/exigível I_p + patrimônio líquido). As empresas do grupo 2 (G2) totalizaram um n de 163 empresas com média \pm desvio-padrão de $40,48 \pm 2,00\%$. Apesar de uma maior média para as empresas do G2, não foi constatada diferença estatística quando comparadas ao G1, sendo $p = 0,077$.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A análise do nível de endividamento, da maneira como foi realizada nesta pesquisa, não permite afirmar que as empresas com maior nível de governança apresentam maior nível de endividamento. Mesmo considerando as especificidades setoriais, ao analisar o endividamento das empresas listadas em um setor mais tradicional como o de construção, também não se pode concluir que as empresas de construção do novo mercado são mais impulsionadas que as empresas não pertencentes a esse mercado, em função do maior nível de governança.

No caso do setor de tecnologia de informação e telecomunicações, as empresas mais contemporâneas e em fase de crescimento apresentam-se com maior nível de endividamento

perante o de construção. Contudo, pela limitação na quantidade de empresas não foi possível comparar o nível de endividamento entre empresas participantes do novo mercado e as não participantes.

Podem ser agregadas novas análises que considerem a capacidade de captação de recursos próprios no período, cotejadas ao nível de taxas de juros praticados no mercado e no setor em estudo.

REFERÊNCIAS

BRADLEY, M.; JARRELL, G. A.; KIM, E. Han. On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 857-878, 1984. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/home.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: jan. 2010.

CHEROBIM, A. P. M. S. Estrutura de capital: revisão teórica. In: SAITO, R.; PROCIANOY, J. L. (Orgs.). **Captação de recursos de longo prazo**. São Paulo: Atlas, 2008.

COPELAND, Tom; WESTON, Fred; SHASTRI, Kuldeep. **Financial theory and corporate policy**. 4. ed. Local: P. A. Wesley, 2005.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc>>. Acesso em: jan. 2010.

DAMODARAN, A. **Finanças corporativas aplicadas**: manual do usuário. Tradução de Jorge Ritter. Porto Alegre: Bookman, 2002.

DEANGELO, Harry; MASULIS, Ronald. Optimal capital structure under corporate and personal taxation. **Journal of Financial Economics**, 1980.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Governança corporativa**. Disponível em: <www.ibgc.org.br>. Acesso em: jan. 2010

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **The American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.

MYERS, S. C. The capital structure puzzle. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 575-592, 1984.

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decision when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam: North Holland, v. 13, jul. 1984.