

**Universidade Federal de Pernambuco
Centro de Ciências Sociais Aplicadas
Departamento de Ciências Administrativas
Programa de Pós-Graduação em Administração - PROPAD**

RICARDO MEDEIROS

Estudo das Estruturas de Capital e Responsabilidade Social Corporativa das Empresas Listadas na Bolsa de Valores de New York: o Caso do Brasil e da China

Recife, 2016

UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

CLASSIFICAÇÃO DE ACESSO A TESES E DISSERTAÇÕES

Considerando a natureza das informações e compromissos assumidos com suas fontes, o acesso a monografias do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Pernambuco é definido em três graus:

- "Grau 1": livre (sem prejuízo das referências ordinárias em citações diretas e indiretas);
- "Grau 2": com vedação a cópias, no todo ou em parte, sendo, em consequência, restrita a consulta em ambientes de biblioteca com saída controlada;
- "Grau 3": apenas com autorização expressa do autor, por escrito, devendo, por isso, o texto, se confiado a bibliotecas que assegurem a restrição, ser mantido em local sob chave ou custódia;

A classificação desta dissertação/tese se encontra, abaixo, definida por seu autor.

Solicita-se aos depositários e usuários sua fiel observância, a fim de que se preservem as condições éticas e operacionais da pesquisa científica na área da administração.

Título da Monografia: Estudo das estruturas de capital e responsabilidade social corporativa das empresas listadas na Bolsa de Valores de New York: o caso do Brasil e da China

Nome do Autor: Ricardo Medeiros

Data da aprovação: 27 de junho de 2016

Classificação, conforme especificação acima:

Grau 1

Grau 2

Grau 3

Recife, __ de _____ de 2016.

Assinatura do autor

Ricardo Medeiros

Estudo das Estruturas de Capital e Responsabilidade Social Corporativa das Empresas Listadas na Bolsa de Valores de New York: o Caso do Brasil e da China

Orientadora: Dra. Joséte Florencio dos Santos

Dissertação apresentada como requisito para a obtenção do grau de Mestre em Administração, área de concentração em Gestão Organizacional, do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Pernambuco

Recife, 2016

Catálogo na Fonte
Bibliotecária Ângela de Fátima Correia Simões, CRB4-773

M488e

Medeiros, Ricardo

Estudo das estruturas de capital e responsabilidade social corporativa das empresas listadas na Bolsa de Valores de New York: o caso do Brasil e da China / Ricardo Medeiros. - 2016.
99 folhas: il. 30 cm.

Orientadora: Prof^a. Dra. Joséte Florencio dos Santos.
Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal de Pernambuco, CCSA, 2016.
Inclui referências e apêndices.

1. Responsabilidade social da empresa. 2. Mercado de capitais. 3. Produto Interno Bruto. I. Santos, Joséte Florencio dos (Orientadora). II. Título.

658 CDD (22.ed.)

UFPE (CSA 2017 –018)

Universidade Federal de Pernambuco
Centro de Ciências Sociais Aplicadas
Departamento de Ciências Administrativas
Programa de Pós-Graduação em Administração - PROPAD

Estudo das Estruturas de Capital e Responsabilidade Social Corporativa das Empresas Listadas na Bolsa de Valores de New York: o Caso do Brasil e da China

Ricardo Medeiros

Dissertação submetida ao corpo docente do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Pernambuco e aprovada em 27 de junho de 2016.

Banca Examinadora:

Profa. Joséte Florencio dos Santos, Doutora, UFPE (orientadora)

Prof. Moisés Araújo Almeida, Doutor, UFS (Examinador Externo)

Profa. Umbelina Cravo Teixeira Lagioia, Doutora, UFPE (Examinador Interno)

Agradecimentos

A Prof^ª. Joséte, pela sua orientação e ensinamentos ao longo dessa jornada, e por aceitar ser minha orientadora, me apoiando e incentivando no aprendizado acadêmico.

Ao PROPAD e à UFPE por proporcionar a realização desse curso. Aos professores pelo compartilhamento de conhecimentos e ensinamentos importante durante esse período.

Aos professores da banca examinadora – Prof^ª. Umbelina Lagioia e Prof. Moisés Almeida – pelas críticas e sugestões que ajudaram a engrandecer este trabalho, e ajudou na minha formação.

À UFRN e seu Núcleo de Finanças, principalmente ao Prof. Vinício Almeida, por disponibilizar o acesso a base de dados *Bloomberg*.

À CAPES e CNPQ pelo apoio financeiro concedido.

A Fátima Brito e Júlio Zoe de Brito, e seus filhos, que me acolheram e apoiaram nesse período distante dos meus familiares, tornando essa jornada mais agradável.

Aos meus pais – Ubirajara Mariz de Medeiros e Kalyna Lígia Benigna de Medeiros – e irmão e irmãs por todo o apoio e incentivos incondicionais para realizar o mestrado, sem os quais não teria enfrentado essa jornada. A Wherlla Raissa Pereira do Amaral, por esta sempre ao meu lado, apoio incondicional e palavras de incentivo.

Aos meus colegas de curso, que me acompanharam nessa jornada, pela cumplicidade e convivência quase que diária. Aos colegas de Finanças, Raquel Ramos e Kliver Lamartine, pela assistência prestada e momentos de estudos.

A todos, que direta ou indiretamente, contribuíram com minha formação.

Muito obrigado!

Resumo

Este estudo tem por objetivo verificar se a estrutura de capital das empresas brasileiras e chinesas que divulgam relatório de Responsabilidade Social Corporativa, listadas na NYSE, estão alinhadas com as teorias de Pecking Order e Tradeoff, no período de 2008 a 2015. A amostra foi composta por todas as empresas, brasileiras e chinesas, que são listadas na NYSE (*New York Stock Exchange*). Os dados foram coletados através de fontes secundárias, sendo as informações contábeis obtidas das bases de dados *Bloomberg* e *Compustat*, e as informações sobre a divulgação de relatórios de RSC no modelo GRI obtidas no próprio *website* da *Global Reporting Initiative* (GRI). Foi feito o teste de comparação de médias ANOVA fatorial. Já para verificar a adesão da estrutura de capital dos países com a teoria de *tradeoff* ou *pecking order*, e o efeito da RSC na estrutura de capital, foram feitas regressões múltiplas de dados em painel desbalanceado com aleatórios. Os resultados mostram que as empresas brasileiras divulgam mais relatórios de RSC do que as chinesas, a estrutura de capital das empresas brasileiras está alinhada com a teoria de *tradeoff*, enquanto que a estrutura das empresas chinesas se alinha com a teoria de *pecking order*. Existe uma diferença na alavancagem das empresas que divulgam (ou não) o relatório entre as empresas brasileiras, com um efeito positivo da RSC sobre a alavancagem, enquanto entre as empresas chinesas o resultado não foi significativo. Por fim, a alavancagem das empresas brasileiras que divulgam relatório de RSC difere das empresas chinesas que também divulgam esse relatório. Para futuras pesquisas, sugere-se ampliar os tipos de relatórios de RSC a serem considerados, e expandir o estudo para outros países.

Palavras-Chave: Estrutura de Capital. *Pecking Order*. *Tradeoff*. Responsabilidade Social Corporativa. *Global Reporting Initiative*.

Abstract

This study aims to verify whether the capital structure of Brazilian and Chinese companies that disclose Corporate Social Responsibility report, listed on the NYSE, are aligned with the theories of Pecking Order and Tradeoff, from 2008 to 2015. The sample comprised all companies, Brazilian and Chinese, which are listed on the NYSE (New York Stock Exchange). Data were collected through secondary sources, and the accounting information obtained from Bloomberg and Compustat databases, and information on the disclosure of CSR reports on the GRI model obtained on the webpage of the Global Reporting Initiative (GRI). It was made the comparison test of means, factorial ANOVA. As for the accession of the countries' capital structure with tradeoff or pecking order theory, and the effect of CSR in the capital structure, multiple regressions data on unbalanced panel with random effects were made. The results show that Brazilian companies disclose more CSR reports than Chinese, the capital structure of Brazilian companies is aligned with the tradeoff theory, while Chinese companies aligns with the pecking order theory. There is a difference in the leverage of companies that disclose (or not) the report for Brazilian companies, with a positive impact of CSR on leverage, while among Chinese companies the result was not significant. Finally, the leverage of Brazilian companies that publish CSR report differs from Chinese companies that also disclose that report. For future research, it is suggested to expand the types of CSR reports to be considered, and expand the study to other countries.

Keywords: Capital structure. Pecking Order. Trade Off. Corporate Social Responsibility. Global Reporting Initiative.

Lista de Figuras

Figura 1(3): Número de Empresas Brasileiras e Chinesas que atuam na NYSE	52
Figura 2(4): Empresas Brasileiras que atuam na NYSE, por Setor	62
Figura 3(4): <i>Box-Plot</i> do Nível de Alavancagem Médio das Empresas Brasileiras, por Ano	64
Figura 4(4) <i>Box-Plot</i> do Nível de Alavancagem Médio das Empresas Chinesas, por Ano	65

Lista de Tabelas

Tabela 1(4): Estatística Descritiva das Variáveis das Empresas Brasileiras	66
Tabela 2(4): Estatística Descritiva das Variáveis das Empresas Chinesas	68
Tabela 3(4): Correlação entre as Variáveis Dependente e Independentes das Empresas Brasileiras	70
Tabela 4(4): Correlação entre as Variáveis Dependente e Independentes das Empresas Chinesas	71
Tabela 5(4): Teste de Normalidade dos Dados das Empresas Brasileiras e Chinesas	72
Tabela 6(4): Teste de Hausman e Breusch-Pagan para Seleção do Modelo de Regressão com Dados em Painel	73
Tabela 7(4): Determinantes da Estrutura de Capital (Dados em Painel 2008-2015)	74
Tabela 8(4): Teste de Diferença entre as Empresas que Divulgam e Não Divulgam Relatórios de RSC	79
Tabela 9(4): Efeito da RSC na Estrutura de Capital (Dados em Painel 2008-2014)	80
Tabela 10(4): Teste de Normalidade da Alavancagem das empresas que divulgam relatório de RSC	82
Tabela 11(4): Teste de Diferença da Alavancagem das Empresas Brasileiras e Chinesas	83

Lista de Quadros

Quadro 1(3): Variáveis de Controle	54
Quadro 2(3): Relação Esperada para os Determinantes da Estrutura de Capital segundo as Teorias de <i>Pecking Order</i> e <i>Tradeoff</i>	55
Quadro 3(4): Empresas Chinesas que atuam na NYSE, por Setor	62
Quadro 4(4): Dados das Empresas que Divulgaram Relatórios de RSC, por Ano	63
Quadro 5(4): Comparação entre a Relação Esperada e a Encontrada de Acordo com as Teorias de Estrutura de Capital, para as Empresas Brasileiras	75
Quadro 6(4): Comparação entre a Relação Esperada e a Encontrada de Acordo com as Teorias de Estrutura de Capital, para as Empresas Chinesas	77

Sumário

1	INTRODUÇÃO	14
1.1	OBJETIVOS	18
1.1.1	Objetivo Geral	18
1.1.2	Objetivos Específicos	18
1.2	JUSTIFICATIVA	19
2	REFERENCIAL TEÓRICO	22
2.1	ESTRUTURA DE CAPITAL	22
2.1.1	Teoria da Irrelevância da Estrutura de Capital	22
2.1.2	Teoria de <i>Tradeoff</i>	24
2.1.3	Teoria de <i>Pecking Order</i>	28
2.1.4	Teoria da Agência	30
2.2	DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL	33
2.2.1	Oportunidade de Crescimento	34
2.2.2	Grau de Tangibilidade	35
2.2.3	Tamanho da Empresa	36
2.2.4	Rentabilidade	38
2.2.5	Risco do Negócio	39
2.2.6	Crescimento do Produto Interno Bruto (PIB)	41
2.2.7	Taxa de Inflação	41
2.3	RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA	42
2.3.1	<i>Global Reporting Initiative</i>	44
2.4	MERCADO DE CAPITAIS NORTE-AMERICANO	47
3	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	50
3.1	DELINEAMENTO DA PESQUISA	50
3.2	POPULAÇÃO E AMOSTRA DA PESQUISA	51
3.3	DEFINIÇÃO OPERACIONAL DAS VARIÁVEIS	52
3.3.1	Variável dependente	53
3.3.2	Variáveis Explicativas	53
3.4	COLETA E TRATAMENTO DOS DADOS	55
3.5	MÉTODOS ESTATÍSTICOS DE ANÁLISE	55
3.5.1	Comparação entre as Estruturas de Capital das Empresas	56
3.5.2	Determinantes da Estrutura de Capital e as Teorias de <i>Tradeoff</i> e <i>Pecking Order</i>	57
3.6	LIMITAÇÕES METODOLÓGICAS DA PESQUISA	60
4	DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	61

4.1	CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA	61
4.2	ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS DO ESTUDO	65
4.3	ANÁLISE COMPARATIVA DA ESTRUTURA DE CAPITAL E SEUS DETERMINANTES ENTRE AS EMPRESAS BRASILEIRAS E CHINESAS	72
4.4	RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA E A ESTRUTURA DE CAPITAL	78
4.5	COMPARAÇÃO DA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS QUE DIVULGAM RELATÓRIO DE RSC	82
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	84
5.1	LIMITAÇÕES DA PESQUISA E SUGESTÕES PARA ESTUDOS FUTUROS.....	86
	REFERÊNCIAS	88
	APÊNDICE A – Lista de Empresas Brasileiras	98
	APÊNDICE B – Listas de Empresas Chinesas	99

1 INTRODUÇÃO

A estrutura de capital é um tema bastante debatido em teoria de finanças. Mesmo o assunto sendo discutido em meios acadêmicos desde a década de 1950, com os trabalhos de Durand (1952) e o clássico de Modigliani e Miller (1958) sobre a irrelevância da estrutura de capital, a heterogeneidade das evidências empíricas revela que o tema não foi completamente explorado.

Durand (1952) defendia a existência de um nível de estrutura de capital ótimo para a empresa. Já Modigliani e Miller (1958), doravante chamados de M&M, no trabalho que considera que a estrutura de capital é irrelevante para maximizar o valor da empresa, em um mercado perfeito. Os próprios, Modigliani e Miller, publicaram um novo trabalho em 1963, defendendo o capital de terceiros como melhor opção para financiamento. Isso ocorreu devido às diversas críticas sofridas pelo artigo de 1958 por Rose (1959) e Durand (1959). Nesse artigo, M&M (1963) consideraram os incentivos do pagamento de juros na redução de imposto de renda, tornando essa forma de financiamento mais atrativa.

A partir desses trabalhos, foram desenvolvidos outros artigos abordando o mesmo assunto, acrescentando variáveis desconsideradas nos primeiros estudos: Scott (1976), Miller (1977) e DeAngelo e Masulis (1980) consideraram a existência do custo de falência à medida que o endividamento aumenta; Jensen e Meckling (1976) discutiram sob a perspectiva do risco de agência; Myers (1984), Myers e Majluf (1984) e Harris e Raviv (1991) analisaram a assimetria de informação e a existência de estrutura ótima de capital; e Myers (1984) propôs a teoria sobre a hierarquia nas fontes de financiamento. A inclusão dessas variáveis consagrou a convicção de que a estrutura de capital deve ser utilizada para maximizar o valor da empresa, através de políticas de longo prazo. Essa evolução, no estudo sobre o tema, contribuiu para o desenvolvimento de teorias sobre estrutura de capital, entre elas a Teorias de *Tradeoff* e *Pecking Order*.

A teoria de *Tradeoff*, proposta inicialmente por Myers (1984), defende que existe estrutura ótima de capital, sendo vista como uma troca entre os custos e benefícios do endividamento, reinvestimento dos lucros e plano constante de investimento. As críticas a essa teoria é o fato da sua abordagem estática, sendo esse o principal questionamento, pois os

mercados e o comportamento financeiro das empresas aconteceriam de forma dinâmica, acontecendo mudanças na estrutura de capital ao longo do tempo. Após isso, surgiu o modelo dinâmico da teoria de *Tradeoff* observando a velocidade com que as empresas ajustam seus níveis de endividamento.

Já a teoria de *Pecking Order*, que tem como principais idealizadores Myers (1984) e Myers e Majluf (1984), estabelece que as empresas optam por recursos para financiarem suas atividades de uma forma hierárquica. Existe a preferência pelo financiamento interno (através da retenção de lucros); se não for possível o financiamento interno, opta-se pelo endividamento; se ainda há necessidade de capital, existe a possibilidade de lançamento de títulos negociáveis no mercado; e como última opção, a emissão de novas ações. Essa teoria defende que a empresa não busca um nível de endividamento ótimo, mas trabalha dependendo das fontes existentes para financiarem seus investimentos.

A principal crítica a teoria de *Pecking Order* é o fato dela não considerar o tamanho da empresa. Beger e Udell (1998) afirmam que a estrutura de capital muda com o tamanho e a idade das corporações. Isso ocorre, pois, as empresas com maior oportunidade de crescimento precisam de mais financiamento e não possuem capital suficiente para se autofinanciar. Em relação ao tamanho das empresas, as estruturas de capital das pequenas empresas são diferentes das empresas mais maduras, tornando essa teoria mais indicada para explicar a estrutura de capital das grandes empresas.

A discussão sobre a responsabilidade das empresas com a sociedade ao seu redor, a responsabilidade social corporativa (RSC), também na década de 1950 (ALMEIDA, 2014), e o seu conceito impõe uma responsabilidade perante a sociedade, além das obrigações econômicas e legais. Para Caridade (2011), um dos principais motivos das pressões por sustentabilidade é a possível restrição de acesso a capital, elevando o custo da captação de capital, impactando diretamente a estrutura de capital.

Ocupando uma posição proeminente na agenda das empresas globais, a RSC tem sido alvo de iniciativas sem precedentes de recursos e esforços, de combate a desastres até desenvolvimento de práticas empresárias socialmente sensíveis. Sendo assim, reflete a estratégia de criar valor agregado, de uma forma que também desenvolva a sociedade através do levantamento de suas necessidades e desafios (JANSSEN; SEN; BHATTACHARYA, 2015).

Com a importância da estrutura de capital para as empresas e o aumento da pressão por uma RSC mais relevante, é indispensável o conhecimento sobre ambos. Essa interação é pesquisada na academia nos últimos anos com foco na maximização do valor para os *shareholder* (LIOUI; SHARMA, 2012). Embora haja resultados positivos, os estudos não têm sido estatisticamente significativos do impacto da RSC sobre a performance financeira corporativa. Uma análise feita em 167 trabalhos, de 1972 a 2007, verificou que quando o impacto é positivo, o resultado é quase insignificante (LIOUI; SHARMA, 2012).

Juntamente com a China, o Brasil faz parte do BRIC, termo utilizado primeiramente pelo economista Jim O'Neill em 2001 para identificar os países do Brasil, Rússia, Índia e China que possuem características em comum, como economia, que nos últimos 10 anos apresentaram um grande crescimento econômico, assumindo importante posição em acordos internacionais e se tornando líderes regionais (ABREU et al., 2012). Mais recente, em abril de 2011, houve a inclusão da África do Sul ao grupo, passando a se chamar BRICS. Ao contrário das empresas chinesas, no Brasil a RSC é guiada por pressões internas, com um amplo foco em filantropia e associada a investimentos nas comunidades, voltada para assuntos chaves, como: condições de trabalho, biodiversidade, direitos do consumidor, transparência e responsabilidade (SUSTAINABILITY, 2006).

A RSC na China é um problema de consequências globais (LI, 2005). Devido a sua importância mundial, a China tem papel inquestionável na economia mundial. Com empresas globais se instalando em solo chinês, as dimensões éticas e sociais nas práticas empresariais se tornou centro de debate, pois, desde 2007, a industrialização e urbanização foi acompanhada por uma poluição, alvo de notícias na mídia internacional. Além disso, existe a preocupação com o trabalho considerado escravo na China Central, alvo de grupos de direitos humanos, tanto dentro como fora daquele país. E ao mesmo tempo, empresas chinesas se tornaram multinacionais, tornando suas práticas trabalhistas e ambientais examinadas e questionadas pelos *stakeholders* (TANG; LI, 2009).

Esses fatos ocorreram porque nas últimas três décadas a China vem passando por um grande desenvolvimento econômico e, ao longo desse crescimento, um grande número de problemas ambientais surgiram, tais como poluição e doenças ocupacionais, levando à falta de preocupação com a RSC e dando foco aos resultados financeiros. Em face a isso, o governo chinês tem criado mecanismos para que as empresas se tornem mais responsáveis com o ambiente e com os colaboradores, sendo relativamente novo para as firmas chinesas (LU; ABEYSEKERA, 2014).

No caso brasileiro, o avanço sobre informação da RSC ocorreu anteriormente ao ocorrido na China, com a exigência de divulgação de informações, além de leis mais rigorosas que oneram a empresa em caso do seu descumprimento (ABREU et al., 2012). Por outro lado, tais determinações, por serem obrigatórias, podem se tornar menos relevante para o mercado e, por consequência, para a estrutura de capital.

Do mesmo modo, Alon et al. (2010) encontraram que as empresas do Brasil possuem uma pontuação maior do que as da China em uma investigação de motivos da RSC. Enquanto aquelas enfatizam o voluntarismo, a saúde e o meio ambiente, estas normalmente cumprem a legislação local, mas considera como desnecessário ir além disso.

Como participantes importantes da economia mundial, e do BRICS, ganha relevância o estudo da estrutura de capital de suas empresas. No entanto, devido às diferenças de legislação e comportamento, é necessário trabalhar em um mercado equalizador dessas diferenças, por isso a importância do mercado norte-americano, já que reduz as disparidades legais entre os dois países. Com sua forte regulamentação e legislação, também para as empresas de outros países que possuem *American Depositary Receipt* (ADR).

O mercado de bolsa de valores norte americano é altamente regulado, principalmente após a criação da lei *Sarbanes-Oxley* (SOX), em 2002, com o intuito de instituir a obrigatoriedade da emissão de relatórios pelas empresas e a atuação da governança corporativa, na tentativa de retomar a confiança dos investidores. Além da criação da SOX, a *Securities and Exchange Commissions* (SEC), órgão responsável pela fiscalização do mercado financeiros, vem aumentando significativamente seu orçamento desde 2007, deixando transparecer a importância da confiabilidade e transparência das informações lá contidas.

Como fator auxiliar o *Global Reporting Initiative* (GRI), a mais conhecida plataforma de relatório voluntário, seja ele de responsabilidade socioambiental ou performance sócio corporativa das organizações ao redor do mundo (BROWN; JONG; LEVY, 2009), fornece parâmetros para a divulgação de informações das empresas e suas atitudes perante a sociedade.

Deste modo, com a importância da estrutura de capital para a maximização do valor da empresa e o impacto da RSC perante essa, é de extrema importância verificar como essas empresas se relacionam com o mercado e o ambiente sócio-corporativo. Podendo afetar a disponibilidade de capital para investimento, devido ao crescimento da RSC nas análises de créditos. Devido as diferenças de legislação e o comportamento das empresas chinesas e

brasileiras, verificar se há diferenças de estrutura de capital em empresas de países diferentes, em um mercado que equaliza essa situação é importante.

Neste sentido, a presente pesquisa busca responder ao seguinte questionamento: *Qual é o alinhamento da Estrutura de Capital das empresas brasileiras e chinesas, que divulgam relatório de Responsabilidade Social Corporativa na NYSE, com base nas principais teorias de Estrutura de Capitais?*

1.1 Objetivos

Para responder à questão de pesquisa foram estabelecidos os seguintes objetivos geral e específicos.

1.1.1 Objetivo Geral

Este estudo tem por objetivo principal verificar se a estrutura de capital das empresas brasileiras e chinesas que divulgam relatório de Responsabilidade Social Corporativa, listadas na NYSE, estão alinhadas com as teorias de *Pecking Order* e *Tradeoff*, no período de 2008 a 2015.

1.1.2 Objetivos Específicos

Para a consecução do objetivo geral, foram estabelecidos os seguintes objetivos específicos:

- Identificar as empresas brasileiras e chinesas listadas na NYSE que publicam relatório GRI;
- Examinar se as estruturas de capital das empresas brasileiras e chinesas são sustentadas pela teoria de *Tradeoff*;
- Examinar se as estruturas de capital das empresas brasileiras e chinesas são sustentadas pela teoria de *Pecking Order*, no período do estudo;

- Verificar se existe diferença na estrutura de capital entre as empresas que divulgam e as que não divulgam relatório sobre RSC no modelo GRI, nas empresas brasileiras;
- Verificar se existe diferença na estrutura de capital entre as empresas que divulgam e as que não divulgam relatório sobre RSC no modelo GRI, nas empresas chinesas;
- Analisar se existe diferença na estrutura de capital das empresas brasileiras e chinesas, que divulgam relatório sobre RSC.

1.2 Justificativa

Como a estrutura de capital é uma decisão estratégica para as empresas, a identificação de quais os fatores afetam os seus níveis são de extrema importância para a tomada de decisão de qual é a estrutura de capital ótima.

Esse estudo se diferencia dos demais por tentar identificar as possíveis diferenças existentes entre o Brasil e a China em relação à divulgação de relatórios no modelo GRI (*disclosure*) sobre RSC e seu impacto na estrutura de capital. Além disso, os dois países possuem papel relevante na economia mundial, tornando o conhecimento sobre as características das empresas das duas nações indispensável para identificar como o nível de endividamento se comporta em situações específicas e como esse comportamento afeta o interesse dos investidores.

Desta forma, a escolha por trabalhar as empresas desses países no mercado de ações do Estados Unidos se dá pela forte regulamentação existente, eliminando os problemas de diferenças de características nos mercados de capitais de cada país. As empresas estrangeiras representam 20% das ações listadas na NYSE (*New York Stock Exchange*). Os principais motivos para empresas estrangeiras atuarem no mercado americano são: visibilidade, prestígio e liquidez de negociação. Além disso, essas empresas normalmente possuem uma maior qualidade em comparação com as demais ações do seu país de origem, promovendo a possibilidade de os investidores norte-americanos diversificarem seus investimentos geograficamente de uma maneira fácil (LI, 2014).

Uma revisão da literatura revela que a maioria dos estudos citados são desenvolvidos considerando países europeus e a América do Norte (GALBREATH; SHUM, 2012). Portanto, poucas pesquisas sobre o impacto da divulgação de relatórios de *disclosure* são desenvolvidas

em países em desenvolvimento, sendo esta a importância da atual pesquisa, já que pretende verificar o impacto da elaboração do relatório GRI na estrutura de capital, em países considerados em desenvolvimento e participantes do BRICS.

Com o intuito de distinguir a contribuição da presente pesquisa, convém contrapor com outras já realizadas. Goss e Roberts (2011) desenvolveram um estudo para examinar a relação existente entre a RSC e o débito bancário, analisando a performance da empresa do ponto de vista do financiador, em empresas norte-americanas.

Em trabalho realizado em empresas norte-americanas, Ghoul et al. (2011), Dhaliwal et al. (2011) e Dhaliwal, Li e Tsang (2014) investigaram o efeito da RSC no custo de capital próprio, utilizando várias abordagens para o cálculo desse. Para a dimensão ambiental do RSC, Lioui e Sharma (2012) averiguaram o seu impacto na performance financeira empresarial, mensurado pelo retorno sobre o ativo (ROA), de vários países europeus e dos Estados Unidos.

Enquanto Goss e Roberts (2011) discutiram a relação da RSC com a performance financeira, Ghoul et al. (2011), Dhaliwal et al. (2011) e Dhaliwal, Li e Tsang (2014) investigaram o seu efeito no custo de capital próprio e Lioui e Sharma (2012) averiguaram o seu impacto na performance financeira empresarial. O presente trabalho verifica não somente o impacto da RSC, mas sim o impacto da divulgação de relatório no modelo GRI na estrutura de capital. Aqui vai-se além, pois verifica esse impacto em dois países distintos, Brasil e China, em um ambiente com o mercado de capitais altamente regulamentado, que é o mercado norte-americano.

No âmbito mundial, Mackenzie et al. (2013) pesquisaram o impacto dos índices de investimentos responsáveis em RSC na concentração de controle acionário, na governança corporativa e no clima institucional, com uma amostra de 1.029 empresas de 21 países. Similarmente, Baptista (2010) sugere que, no mercado brasileiro, empresas participantes do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) tiveram uma redução no endividamento, e Teixeira, Nossa e Funchal (2011) observaram a forma de financiamento das empresas é afetada pela participação no índice. A presente pesquisa vai além, pois investiga as empresas que divulgam informações no modelo GRI, independentemente da participação em índices de sustentabilidade ou RSC.

Core (2001) e Healy e Palepu (2001) propõe que práticas de *disclosure* e transparência, sendo ela voluntária ou obrigatória, vem sendo discutida como solução para a assimetria de informação. Visando a questão do *disclosure*, Almeida e Santos (2014) objetivaram mensurar

o nível de divulgação voluntária de informações de RSC da empresa listadas na BM&FBOVESPA, de uma forma descritiva, com a composição de um Índice de Responsabilidade Social Corporativa (IRSC) composto por 24 questões objetivas.

De forma distinta, aqui se discute a divulgação de informação em relatórios no modelo GRI, independentemente de ser obrigatória, e vai além, por trabalhar com empresas de dois países distintos, Brasil e China, em um ambiente altamente regulado, identificando o seu impacto na estrutura de capital.

Pretende-se mostrar que as empresas brasileiras e chinesas possuem níveis distintos de estrutura de capital, considerando as empresas que atuam na NYSE e, além disso, as instituições que divulgam relatório no modelo GRI também apresentam estrutura de capital diferente das que não divulgam esse modelo de relatório. Sendo assim, o trabalho pretende mostrar o comportamento distinto, das empresas chinesas e brasileiras, em relação à estrutura de capital, identificando que as diferenças culturais e econômicas de cada país afetam seus níveis de endividamento, mesmo em um ambiente altamente regulado como o mercado de capitais norte-americano.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Este capítulo consiste em uma revisão sobre as principais teorias de estrutura de capital, responsabilidade social corporativa e o mercado de capitais norte-americano. Além de trazer os estudos recentes sobre estrutura de capital e os seus determinantes, em que são apresentados os fundamentos que embasam conceitualmente esta dissertação.

2.1 Estrutura de Capital

Os primeiros estudos sobre estrutura de capital podem ser atribuídos a Teoria Tradicional de Durand (1952, 1959) que discutiu o assunto sob a perspectiva econômica. A teoria defendia a existência de uma estrutura de capital ótima que maximizaria o valor da empresa, a partir das escolhas de financiamento. O autor defendia a preferência para o capital de terceiros, por possuir um custo inferior ao custo de capital próprio, além disso, permite a dedução dos juros desse tipo de financiamento sobre o imposto de renda da empresa. O efeito negativo do aumento do endividamento é o avanço da possibilidade da empresa tornar-se insolvente, elevando o custo de capital de terceiros, igualando-o, ou até ultrapassando, o custo de capital próprio.

Com essa discussão inicial, surgiram as principais teorias da estrutura de capital, que são: Teoria da Irrelevância da Estrutura de Capital (ou Teoria Moderna), *Tradeoff Theory*, *Pecking Order Theory*, Teoria da Agência, que serão discutidas a seguir.

2.1.1 Teoria da Irrelevância da Estrutura de Capital

O início do debate sobre a importância da estrutura de capital deu-se com Modigliani e Miller (1958), doravante chamados de M&M, no qual defendiam a irrelevância da estrutura de capital para a maximização de valor da empresa. Essa posição foi elaborada de acordo com uma série de pressupostos, que caso atendidos, considerava-se o mercado de capital perfeito. A principal conclusão do trabalho de M&M (1958) é que o nível de endividamento não afeta a geração de valor da empresa.

Com isso, M&M (1958) consideraram que as empresas eram classificadas em grupos e seus riscos homogêneos, podendo ser perfeitos substitutos uns dos outros, possuindo a mesma taxa de risco. Além disso, os investidores e as empresas seriam capazes de conseguir financiamento à mesma taxa de juros, e por possuírem a mesma classificação de risco, os seus retornos também seriam da mesma proporção. Os demais pressupostos são: ausência de custo de transação; ausência de custo de falência; ausência de custo de agência; além da inexistência de impostos e assimetria de informações; e crescimento de fluxo de caixa. Por esses motivos os lucros e o imposto de renda não afetariam o endividamento.

A primeira proposição de M&M (1958) diz que o valor de mercado dos ativos da empresa são os responsáveis pela precificação da empresa, e não as possíveis formas de financiamento. Demonstrando que, dessa maneira, as fontes do endividamento não impactam nos resultados e no valor da empresa. Já a segunda proposição considera que a rentabilidade das ações e da empresa cresce de forma linear com o grau de endividamento. E por fim, na terceira proposição, determina que o valor da empresa é resultado de seus projetos de investimentos e não de sua forma de endividamento, além disso, afirma que a política de dividendos não afeta o valor da empresa.

Portanto, com essas proposições M&M (1958) chegaram à conclusão de que o custo de capital de terceiros, por ser mais barato, pode até reduzir o custo de capital da empresa, entretanto qualquer benefício obtido pela substituição de capital próprio pelo capital de terceiros é compensado pelo aumento no custo de ambas as fontes de capital. Segundo essas suposições, os acionistas elevariam seu custo de oportunidade como forma de compensação pelo maior nível de risco financeiro assumido, e como consequência, a estrutura de capital não maximizaria o valor da empresa, ou seja, a estrutura de capital seria irrelevante para o valor da empresa.

Com esse trabalho, iniciou-se o debate sobre a importância, ou não, da estrutura de capital para a geração de valor das empresas. Devido as grandes limitações de ordem prática do modelo de M&M (1958) houve críticas em relação aos pressupostos assumidos.

Um ponto de grande questionamento é sobre a possibilidade de arbitragem, já que de essa opção não está disponível no mercado (ROSE, 1959). O risco assumido também foi questionado, principalmente pela ausência de risco principal e por assumir que as ações são vendidas pelo valor contábil (DURAND, 1959).

Além disso, Durand (1959) critica o fato de que as empresas não se enquadram em nenhuma das categorias de empreendedores individuais, parceria ou corporação, e sim uma

espécie híbrida, com ativos negociados como uma corporação, a renda distribuída como uma parceria e, além disso, a responsabilidade financeira não se enquadram em nenhuma delas. Segundo ele, os autores falharam em dotar as empresas com características corporativas, apesar de incluir essas empresas em uma só categoria.

As críticas foram fruto da teoria ter considerado a existência de um mercado de capital perfeito, distanciando-se de características de mercado de capitais existente. M&M (1963) apresenta um trabalho no qual incorpora as deduções tributárias em caso de utilização de capital de terceiros. Essa medida aumenta o risco da empresa e por consequência exige um maior retorno para o acionista, entretanto, com a utilização do capital de terceiros o custo geral de capital reduzia devido à dedução dos juros no imposto de renda, aumentando o valor da empresa. Ou seja, ficou comprovado a importância da estrutura de capital para a maximização do valor da empresa.

Embora os trabalhos de M&M (1958, 1963) tenham sido bastante criticados, foram o ponto de partida para o debate sobre a estrutura de capital como forma de maximizar o valor da empresa. Os trabalhos posteriores expandiram as limitações aqui relacionadas, dando origem às demais teorias sobre estrutura de capital.

2.1.2 Teoria de *Tradeoff*

A estrutura de capital de uma empresa é normalmente vista como um *tradeoff* entre os custos e os benefícios do endividamento, reinvestimento dos lucros da empresa e plano constante de investimento (MYERS, 1984). Desta forma, Myers (1984) afirma que se deve trabalhar para o balanceamento entre as vantagens dos benefícios fiscais e os vários custos de falências e restrição financeira. Portanto, se a teoria de *tradeoff* estiver correta, existe um nível ótimo de capital no qual o valor da empresa seria maximizado.

A questão que baseou a teoria é a busca para entender porque as empresas não financiam suas necessidades de investimento com o máximo de dívida possível na sua estrutura de capital, beneficiando-se ao extremo das deduções fiscais proporcionadas. As alternativas para tal comportamento são: uma tentativa de reduzir a exposição da empresa perante os credores; efeito no declínio do valor dos ativos quando o empréstimo é realizado; e uma forma de proteção contra as dívidas que consomem os fluxos de caixa produzidos pelas empresas.

Ainda segundo Myers (1984), a explicação pela existência de diferenças entre estrutura de capital em empresas similares seria o alto custo de ajustamento ao capital ótimo, dependendo desse custo, as empresas permaneceriam por mais tempo fora da sua estrutura ótima, mesmo aquele não sendo uma preocupação de primeira ordem. Outro ponto abordado são as taxas pagas pelas empresas, considerando que as empresas possuem acesso a financiamento com taxas diferentes umas das outras, sendo essa a explicação para diferença entre a estrutura de capital ótima para empresas distintas.

Deste modo, dois fatores seriam importantes na determinação do nível de endividamento considerado ótimo. São eles: o benefício fiscal, reconhecido por M&M (1963), e que os investidores demandariam retornos maiores das ações, como forma de compensar a tributação de pessoa física; e o custo de dificuldade financeira, que incluem os custos de falência legal e administrativa, bem como os custos de agência, o risco moral, os custos de monitoramento e contratuais, podendo diminuir o valor da empresa, mesmo se a falência for evitada (MYERS, 1984). É importante destacar que o custo de agência também é considerado um custo de falência pela teoria de *tradeoff*.

Na busca de um modelo de estrutura de capital ótimo, Miller (1977) mostra que os efeitos dos custos de falência são menores diante dos ganhos obtidos pelo benefício fiscal provenientes do endividamento. De outra forma, Kim (1978) argumenta que o benefício fiscal corporativo seria o mais relevante para o endividamento e mostra que o custo de capital de terceiros tenderá a ser crescente, visando cobrir os riscos de *default* gerados pela maior utilização da dívida.

A abordagem estática da teoria foi questionada, pois os mercados e o comportamento financeiro das empresas aconteceriam de forma dinâmica. As mudanças na estrutura de capital aconteceriam ao longo do tempo e em decorrência da dinâmica dos mercados, como mudanças econômicas e institucionais.

Após os questionamentos, surgiram os modelos dinâmicos de *tradeoff*, que proporcionaram a observação da velocidade com que as empresas ajustam seus níveis de endividamento, e como os determinantes da estrutura de capital em empresas de setores e países diferentes afetam a estrutura de capital.

Os modelos dinâmicos surgiram inicialmente com Fisher, Heinkel e Zechner (1989), destacando que as empresas não apresentavam um nível de endividamento ótimo, mas sim uma faixa sobre a qual é permitido que esses níveis possam variar. Considerando que as decisões de

financiamento são conduzidas pelas vantagens fiscais e pelos custos de agência criados a partir do uso de capital de terceiros. Flannery e Rangan (2004), testaram se de fato as empresas possuem um nível de endividamento e qual a velocidade com que as empresas se movem na direção desse nível. A metodologia utilizada permitiu o desenvolvimento de modelos em que a estrutura de capital é determinada endogenamente.

A literatura empírica tem apontado a importância dos impostos, os custos e benefícios das opções de financiamento, nas decisões estratégicas das empresas. Mackie-Manson (1988) destacou que as preocupações dos gestores são com os custos e benefícios das opções de financiamento. O autor salienta ainda que os efeitos fiscais são mais fortes para as empresas que apresentaram dificuldades financeiras.

No Brasil, Beck et al. (2012) realizaram um estudo para determinar os efeitos da migração do nível de Governança Corporativa sobre o valor de mercado, a estrutura de capital e a estrutura de propriedade das empresas, e chegaram à conclusão de que a estrutura de capital não se altera com a mudança de nível da governança corporativa, permanecendo o mesmo. Já Valle e Albanez (2012) analisaram a influência do acesso a fonte de recursos com taxas de juros diferenciadas e a recursos em moeda estrangeira no endividamento das empresas brasileiras, chegando ao resultado que esses fatores tiveram participação importante no nível de endividamento, além de contribuir para o entendimento da estrutura de capital das empresas brasileiras.

Com foco no ambiente da América Latina, Martins e Terra (2014) identificaram o papel das características dos setores de atividade e do ambiente nacional (macroeconomia, desenvolvimento financeiro e qualidade institucional) sobre o endividamento. Foram comparadas 612 empresas abertas de sete países da América Latina com 847 companhias dos Estados Unidos, no período de 1996 a 2009. Os resultados obtidos sugerem que o desenvolvimento financeiro facilita o acesso a recursos de terceiros e a qualidade institucional é negativamente relacionada com a alavancagem.

Katagiri (2014) incorpora em um modelo de equilíbrio geral na dinâmica da empresa, tendo o seu estudo revelado pequenos efeitos de benefícios fiscais na estrutura de capital das empresas. Entretanto, os efeitos do custo padrão sobre as variáveis macroeconômicas são quase insignificantes na estrutura de capital.

Continuando na análise da teoria *tradeoff*, Kim, Ma e Wang (2015) examinou a relação entre o nível de desenvolvimento financeiro do Estado e o custo de capital da China. Eles

encontraram que o mercado desenvolvido reduz o custo de capital, mas esse efeito desaparece significativamente em empresas controladas pelo Estado, em empresas com potencial de crescimento e em empresas de inovação. Além disso, identificaram que o desenvolvimento bancário reduz o custo de capital de forma marginal, mas esse efeito é forte nas empresas sem controle estatal.

Póvoa e Nakamura (2015) analisaram a relevância da heterogeneidade da estrutura da dívida para a compreensão da estrutura de capital. Os resultados mostraram que as características das empresas estão associadas à tomada de recursos por meio de fontes específicas e que o uso de medidas gerais de endividamento pode desfaçar fatores relevantes para a composição da estrutura de capital.

No âmbito internacional, Oztekin e Flannery (2012) compararam a velocidade de adaptação da estrutura de capital em diferentes países, e investigaram se a diferença institucional ajuda a explicar a variação da velocidade de adaptação dessa estrutura. Os achados evidenciaram que as tradições financeiras e legais são significativamente correlatas com a velocidade de adaptação. Além disso, identificaram que empresas com melhores indicadores reduzem o custo de transação associados ao endividamento, a relação entre os indicadores da empresa e a velocidade de ajuste do endividamento são consistentes com a teoria de *dynamic tradeoff*.

Portanto, a teoria de *tradeoff* está baseada na busca da maximização do valor da empresa por meio de uma estrutura ótima de capital. Essa teoria propõe que há a preferência pelo capital de terceiros e que outras opções são escolhidas à medida que a ausência de capital de terceiros ou o custo de falência, pelo alto nível de endividamento da empresa, ultrapassa os benefícios fiscais adquiridos através desse mecanismo.

A existência de um ponto ótimo entre os valores presentes dos benefícios fiscais e dos custos de falência, na qual a margem desses dois elementos maximizaria o valor da empresa, é justamente a estrutura de capital ótima que a teoria defende. Os benefícios fiscais são oriundos da possibilidade da empresa deduzir o pagamento dos juros da dívida do lucro tributável; já o custo da falência decorre de uma função crescente do nível da dívida, ou seja, quanto maior o nível da dívida, maior o risco da falência (LOCAN; CALDEIRA, 2014).

2.1.3 Teoria de *Pecking Order*

A teoria de *pecking order*, que têm como principais idealizadores Myers (1984) e Myers e Majluf (1984), se caracteriza por predizer que as empresas optam por recursos de uma forma hierárquica.

Para Myers (1984), a hierarquia está definida da seguinte forma: as empresas preferem financiamento interno (retenção de lucros), adaptando o pagamento de dividendos por oportunidades de investimentos, muito embora o ajuste no pagamento de dividendos seja feito de forma gradual; se não for possível o financiamento interno, a empresa opta pelo endividamento, por ser mais seguro; se mesmo assim há a necessidade de mais capital, opta-se pelo lançamento de títulos negociáveis no mercado; e por fim, a emissão de novas ações, devido ao seu alto custo e impacto no valor da empresa.

Aceita-se três atitudes do administrador sob a ótica da assimetria da informação; a primeira é que o administrador atua em interesse de todos os acionistas, ignorando qualquer conflito entre os novos e velhos acionistas. Já a segunda, considera que a atuação é em favor dos acionistas antigos e que eles são passivos. Por último, a atuação também é em favor dos acionistas antigos, entretanto considera que eles são racionais e faz o balanceamento de acordo com as ações da empresa (MYERS; MAJLUF, 1984). Além disso, Myers e Majluf (1984) não encontraram nenhuma justificativa que favoreça alguma dessas atitudes.

O motivo da empresa não possuir uma estrutura bem definida, segundo Myers e Majluf (1984), é a existência de assimetria de informação, ou seja, os credores e investidores possuem menos informações e conhecimento sobre a empresa do que os gestores, devido a isso, existe o risco de má avaliação dos ativos da empresa, podendo prejudicar a captação de recursos de fontes externas, por esse motivo se dá preferência a recursos internos. Havendo a escassez desse recurso, opta-se pelo financiamento externo, primeiramente por dívidas e por último através da emissão de novas ações. Existindo casos pela opção de não concretizar o investimento em um projeto com VPL (valor presente líquido) positivo caso seja necessário a emissão de novas ações e o custo da emissão dessas ações supera o ganho do novo projeto.

Entretanto, a assimetria de informação é considerada relevante somente na necessidade de financiamento externo. Isso acontece, pois, o custo de depender do financiamento externo pode fazer com que se deixe passar um investimento com valor presente líquido positivo, devido ao financiador externo não ter toda a informação da empresa como os gestores e cobrar altas taxas de juros ou até rejeitar o financiamento. Esta situação seria evitada se a empresa

gerasse caixa suficiente para cobrir suas oportunidades de investimento. Além disso, se a empresa precisar de financiamento externo, ela emitiria dívidas para evitar os altos custos da emissão de ações.

Acrescenta-se a isso o fato de que os anúncios de emissões de ações podem ser vistos como uma boa notícia pelos investidores, por poder revelar oportunidades de investimentos que aumentam o valor da empresa. Mas também pode ser considerada uma má notícia, caso os gestores estejam tentando emitir ações supervalorizadas, já que os investidores não possuem informações que permitam avaliar exatamente o valor das ações emitidas para financiar novos investimentos e existe a possibilidade da falta de disponibilidade de financiamento de terceiros, significando uma falta de garantias para os novos projetos. Myers (2003) afirma que a preferência pelo financiamento interno e a inconstante emissão de ações pelas grandes empresas têm sido atribuída à separação de controle e propriedade, e ao desejo dos gerentes em evitar a disciplina do mercado de capitais.

Nessa teoria não há um grau de alavancagem ótimo, já que o benefício do endividamento está em segundo plano, sendo determinado pela sua disponibilidade de fluxo de caixa, minimizando as distorções através da hierarquia. Algumas razões por essa preferência é a valorização dada pelos administradores a flexibilidade e ao controle, por não possuir metas de estrutura de capital sem a necessidade de aumento de capital de terceiros enquanto houver fluxo de caixa interno suficiente para o financiamento. Infere-se que isso pode ocorrer devido a aversão do gestor ao risco de maior grau de alavancagem (MOTA; COELHO; HOLANDA, 2014).

Frank e Goyal (2003) afirmaram que essa teoria vem em declínio com o passar do tempo, por não conseguir explicar o comportamento financeiro das empresas. Outra situação destacada é que o financiamento externo é usado com frequência já que os recursos internos não são suficientes para cobrir os gastos com investimentos, e quando isso acontece, a emissão de dívidas não representa a maior parcela de ativos negociados.

Em sentido oposto, Agca e Mozumdar (2004) consideram que o tamanho das empresas deve ser levado em conta ao interpretar decisões de financiamento, pois o baixo desempenho da teoria para as pequenas empresas se deve ao impacto da capacidade de endividamento, que são rapidamente esgotados, restando somente a emissão de ações para atender as necessidades de financiamento. Com a mesma proposta, Bulan e Yan (2010) encontraram evidências que a medida que as empresas aumentam de tamanho, as decisões de financiamento são melhor

explicadas pela teoria, ou seja, o comportamento das empresas maduras é melhor explicado pela teoria do que as empresas mais jovens. Vale ressaltar ainda que as empresas maduras possuem uma ampla capacidade de endividamento não utilizada, mesmo quando elas apresentam níveis de endividamento relativamente alto.

Além disso, Beger e Udell (1998) já afirmavam que as estrutura de capital das empresas mudam com o tamanho e a idade das corporações. Os autores observaram que as pequenas empresas possuem o paradigma do crescimento, no qual precisam de mais financiamentos por apresentar uma maior oportunidade de crescimento do que as empresas maduras e não possuem capital suficiente para se autofinanciar, embora façam a ressalva que essa situação não ocorre com todas as pequenas empresas. As questões em torno da estrutura de capital para as pequenas empresas são diferentes daquelas que são importantes para as grandes, o que justificaria a diferença de explicação dessa teoria para as pequenas e grandes empresas.

O comportamento das empresas em buscarem uma estrutura de capital ao endividamento mediano do setor foi investigado por Campos e Nakamura (2015), que avaliaram o papel da folga financeira e do endividamento setorial sobre o rebalanceamento da estrutura de capital. Como resultado, chegaram à conclusão que o endividamento contábil indica que a dívida da empresa tende a acompanhar o nível de endividamento setorial, porém tende a reverter sua tendência em um período de dois anos, e a velocidade de reversão está associada à folga financeira.

Portal, Zani e Silva (2012) encontraram evidências de que a restrição financeira possui um efeito na estrutura de capital, como sugere a teoria de *Pecking Order*, e as empresas com fundos externos mais custosos apresentam relação negativa mais intensa em relação as empresas com menores fricções financeiras.

Assim sendo, de acordo com a teoria de *Pecking Order*, as empresas não possuem um nível de estrutura de capital ótimo, e sim uma hierarquia de preferência para financiar os seus projetos. Entretanto, esses fatores são afetados pelo tamanho da empresa, assimetria de informação, disponibilidade de caixa e de financiamento, entre outros.

2.1.4 Teoria da Agência

Segundo a teoria de Agência de Jensen e Meckling (1976), os interesses dos gestores e acionistas da empresa não estão alinhados, devido ao fato dos gestores buscarem algum

benefício pessoal do fluxo de caixa da empresa. Por causa disso, os atritos geram custos para a empresa, que seriam descontados dos acionistas. Os gestores têm incentivos para priorizar a riqueza pessoal, valorizando a estabilidade do emprego, bônus, remuneração e outros benefícios. Além disso, esses benefícios geram custos para a empresa, existe o custo da agência, ou seja, o custo de incentivos e benefícios para os gestores priorizarem os interesses dos acionistas e não o próprio benefício.

Jensen (1986) continua a trabalhar o custo de agência, afirmando que as dívidas podem ser um instrumento disciplinador dos gestores, pois reduzem os fluxos de caixa, geram um compromisso e forçam uma gestão ativa que deve realizar para honrar os compromissos assumidos, tirando o poder discricionário sobre o fluxo de caixa por parte do gestor. Geralmente, as empresas que possuem alto níveis de endividamento utilizam mais instrumentos de incentivos para os gestores, sendo a dívida um disciplinador. Além das dívidas, o pagamento de dividendos também pode ser um instrumento disciplinador dos gestores (FAMA; FRENCH, 2002).

O aumento do nível de endividamento, seja para reduzir o custo de agência do capital próprio ou outro motivo, pode levar a empresa a enfrentar o custo de agência da dívida. Jensen e Meckling (1976) propõem que uma empresa que recorre muito à dívida, pode ser alvo de expropriação de riqueza, exigindo um custo elevado sobre suas dívidas. Na direção oposta, as empresas que possuem baixos níveis de endividamento, os acionistas minoritários tendem a cobrar um retorno mais elevado sobre as ações, com temor de sofrerem prejuízos.

Além dos custos, essa teoria possui outro tipo de conflito de interesse, entre o proprietário e o credor, que segundo Jensen e Meckling (1976) pode conduzir a uma relação negativa entre nível de endividamento e a oportunidade de crescimento. A justificativa para isso é que os financiadores teriam preferência pelo financiamento de projetos menos arriscados. Enquanto, para assegurar o retorno do valor disponibilizado, os acionistas iriam na direção contrária, tenderiam a escolher alternativas com maiores riscos e maiores expectativas de benefícios.

Mesmo reconhecendo as limitações impostas pelos custos de agência, Jensen e Meckling (1976) consideram que existe uma estrutura de capital ótima, essa proporção ótima entre a quantidade de capitais de terceiros e próprio reduziria os custos totais de agência. O nível de endividamento ideal seria o ponto que maximizaria o valor da empresa, no qual os custos marginais da dívida são compensados pelos benefícios marginais.

Outra análise que surgiu a partir da teoria de agência foi o fato da estrutura de capital também poder ser entendida como um instrumento de governança. Brailsford, Oliver e Pau (1999) afirmam que a estrutura de propriedade está relacionada com a eficiência financeira da empresa, devendo ser consideradas diversas implicações na emissão de ações, a venda de ações para diferentes grupos pode ter impacto no oportunismo dos gestores, afetando o comportamento gerencial e o desempenho corporativo. Além disso, o uso da alavancagem gera uma série de responsabilidades e incentivos nas atividades de gestão, além dos benefícios fiscais para a empresa, podendo afetar a relação entre os gestores e os proprietários, impactando no processo de criação de valor da empresa.

Pode existir cinco situações em que os conflitos de interesse entre acionistas e credores: transferência de risco; recusa de contribuir com capitais próprios por temor de falência; diminuição da propriedade na iminência da falência; e prejudicar os antigos credores mudando a política de endividamento (JENSEN; MECKLING, 1976).

Além desses conflitos, surge a ideia de que os acionistas que detêm o controle dos negócios da empresa agiram sempre procurando o seu próprio benefício, prejudicando os interesses dos demais acionistas, ou seja, os acionistas ordinários teriam atitudes que os beneficiariam em detrimento aos acionistas preferenciais, que não possuem controle sobre a empresa (DEMSETZ; VILLALONGA, 2001). Aqueles acionistas que não tiverem poder para decidir sobre os projetos de investimentos e tomadas de decisões, por parte da empresa, tenderiam a se precaver nas restrições nos contratos de emissão de títulos, ou a exigência de um retorno maior sobre suas ações, o que acabaria gerando um custo de agência.

Berger e Patti (2006), examinaram, à luz da teoria de agência e da governança corporativa, como o endividamento afeta a performance dos bancos comerciais. Com dados de bancos americanos, eles encontraram que o aumento do endividamento em 1%, no período de 1990 a 1995 aumenta performance financeira do banco em 16%. Entretanto, esse resultado não é obtido quando o banco já possui um alto endividamento. Esse resultado está de acordo com a teoria de agência, pois reflete a teoria de que o aumento do endividamento reduz o custo de agência e aumenta o valor da empresa por encorajar os administradores a agir de acordo com o interesse dos *shareholders*. Mas esse efeito é anulado pelo risco de falência e o aumento do custo de endividamento quando o endividamento é muito alto.

Ao examinar características sociais e suas relações com governança corporativa e estrutura de capital das empresas do G20 (as vinte maiores economias do mundo), no período

de 1995 a 2009, que contou com uma amostra de mais de 13.000 empresas, Fauver e McDonald (2015) identificaram que o alto grau de individualismo da sociedade está relacionado com o aumento do endividamento e baixo custo de capital. Além disso, as empresas de mercados emergentes são menos afetadas pela cultura nacional do que as dos países desenvolvidos. Também foi verificado que as empresas com maiores níveis de governança reduzem o efeito cultural na estrutura de capital.

2.2 Determinantes da Estrutura de Capital

Os determinantes da estrutura de capital são vários e nenhum deles consegue explicar totalmente a estrutura de capital de forma completa, por vários motivos, sendo os principais: cada teoria de estrutura de capital utiliza diferentes pressupostos (MYERS, 2001), as empresas usam estratégias condicionadas, ou seja, mudam de acordo com as condições do mercado (ALMEIDA, 2014). Portanto os vários determinantes existentes se complementam entre si.

Nos estudos sobre estrutura de capital na China, Chang, Chen e Liao (2014) identificaram que rentabilidade, endividamento do setor, crescimento, tangibilidade, tamanho da empresa, controle estatal e a pulverização do controle acionário são fatores determinantes para a estrutura de capital. Os autores destacam ainda que comparada com evidências de empresas norte-americanas e de outros países, foram observadas, nas empresas chinesas, três fatores não utilizados de forma ampla, além de confirmarem a influência dos fatores mais tradicionalmente utilizados.

Nos Estados Unidos, Dang, Kim e Shin (2014) buscaram verificar a velocidade de ajuste da estrutura de capital durante o período de 2002 a 2012. O estudo identificou que as empresas com alto crescimento, com grande investimento, pequenas empresas, e fluxos de caixa mais voláteis, ajustam seu nível de endividamento mais rapidamente do que as empresas com características opostas. Os autores justificaram essa característica pelo fato que essas empresas dependerem fortemente de financiamentos externos para compensarem os seus déficits financeiros.

Estudos, como os realizados por Titman e Wessels (1988), Rajan e Zingales (1995), Healy e Palepu (2001), Kayo e Kimura (2011), Öztekin e Flannery (2012), Forte, Barros e Nakamura (2013), Chang, Chen e Liao (2014), Altuntas, Berry-Stölzle e Wende (2015) e Póvoa e Nakamura (2015), entre outros, têm mostrando uma convergência para alguns determinantes

que serão abordados a seguir, como: oportunidade de crescimento, grau de tangibilidade, rentabilidade, tamanho da empresa, risco do negócio, crescimento do PIB e taxa de inflação.

2.2.1 Oportunidade de Crescimento

Jensen (1986) afirma que quanto maior a oportunidade de crescimento, maior tende a ser o nível de endividamento, isso ocorre pelo fato dos acionistas utilizarem o endividamento como um instrumento de disciplina dos administradores.

A relação negativa esperada, na teoria de *Tradeoff*, entre o crescimento e o endividamento pode ser explicada pelo fato das maiores oportunidades de investimento na empresa estarem associadas a um menor fluxo de caixa livre e a uma menor necessidade de usar o endividamento como instrumento para disciplinar os gestores. Devido ao crescimento, os gestores são incentivados a investir em projetos mais arriscados podendo resultar em um aumento do risco e, como consequência, o aumento do custo da dívida (JENSEN, 1986).

Já de acordo com a teoria de *Pecking Order* deveria haver uma relação positiva entre o nível de crescimento e o endividamento das empresas, devido às empresas com maiores taxas de crescimento, por consequência, demandarem mais recursos para financiar os seus investimentos, havendo a necessidade de buscar uma fonte de recursos externa para financiar a sua expansão. Por outro lado, empresas em crescimento necessitam da realização de investimentos constantemente, e o custo de falta de recurso é bastante alto, sendo essa uma das razões para as empresas com alta taxa de crescimento manterem um baixo nível de endividamento, deixando uma margem aberta caso apareça uma oportunidade (CORREA; BASSO; NAKAMURA, 2013).

Nas pesquisas realizadas com empresas brasileiras, Brito e Lima (2005) e Nakamura et al. (2007) encontraram relação negativa entre o crescimento e grau de endividamento, coincidindo com a teoria de *Tradeoff*. Isso ocorre devido a essas empresas serem mais propensas a utilizar financiamento de curto prazo, devido à ausência de financiamento de longo prazo, que possuem maiores taxas de juros, limitando o seu grau de endividamento.

No âmbito internacional, Wu e Yeung (2012) encontraram evidências de que o crescimento pode prever em um grau significativo a diferença do nível de endividamento das empresas, esses resultados demonstram que as empresas investem racionalmente com o objetivo de perseguir o financiamento de uma maneira compatível com o seu tipo de

crescimento. No mesmo sentido, Dudley (2012) conseguiu evidências de que a oportunidade de crescimento oferece a possibilidade do ajuste da estrutura de capital a um baixo custo marginal. As empresas ajustam seus níveis de endividamento para o seu nível ótimo durante esses períodos de crescimento. Esses resultados são consistentes com a teoria de *tradeoff* e implicam que a empresa procura atingir sua estrutura de capital ótimo quando estão investindo.

Em relação à liquidez, ao valor de mercado e à estrutura de capital, Loncan e Caldeira (2014) analisaram a relação entre esses três fatores em empresas brasileiras cotadas em bolsa. Os resultados apresentaram uma associação negativa entre as dívidas e a liquidez de caixa, o maior nível de liquidez está relacionado a um grau de alavancagem inferior. Por outro lado, a liquidez é valorizada pelos investidores, mas até um certo ponto, após isso, a capitalização de mercado é descontada com relação a liquidez, encontrando resultados em sinergia com a teoria de *tradeoff*.

2.2.2 Grau de Tangibilidade

Os ativos tangíveis são importantes pois podem ser oferecidos como garantia na medida em que as empresas captam recursos de terceiros. De acordo com Myers (1984) há uma relação positiva entre o endividamento e a tangibilidade, tanto na teoria de *Tradeoff* como na *Pecking Order*. Vale salientar ainda que os estoques podem ser adicionados ou excluídos nas medidas de tangibilidade, pelas peculiaridades de cada empresa. Desta forma, os estoques ajudam a explicar muito mais o uso de dívida de curto prazo do que as dívidas de longo prazo (FRANK, GOYAL, 2007).

Além disso, os ativos tangíveis são facilmente avaliados pelo mercado e mais propensos às relações comerciais (PEROBELLI; FAMÁ, 2003), tornando mais fácil que as empresas que possuem a capacidade de oferecer garantias também possuam um maior nível de endividamento, de forma que quanto maior o volume de ativos tangíveis, as empresas poderiam se endividar mais, como evidencia as pesquisas de Lumby (1991), Thies e Klock (1992), que estudaram o mercado americano e sua estrutura de capital, e o estudo de Rajan e Zingales (1995), que analisou o balanço patrimonial de mais de 4.500 empresas do G7 (Estados Unidos da América, Japão, Alemanha, França, Itália, e Reino Unido), no período de 1987 a 1991..

Brito e Lima (2005) apontaram pesquisas que encontraram relações positivas entre o grau de endividamento e os fatores de tangibilidade. Entretanto, essa relação pode ser alterada

em algum ponto, devido aos elevados juros cobrados no Brasil e a ausência de financiamento de longo prazo. Tais fatores fazem com que grandes empresas procurem outras formas de financiamento, optando por um menor grau de endividamento.

Esse resultado também foi encontrado por Nicoli Júnior e Funchal (2013), que trabalharam com 335 empresas listadas na Bovespa, entre 2009 e 2011, utilizando regressões com dados em painel com efeitos fixo. Como justificativa para esse resultado, pode-se considerar ainda que o baixo nível de endividamento das empresas brasileiras tem algum impacto nesse resultado, além de serem pouco diversificadas, que se beneficiariam de forma mais consistente do alto nível de endividamento.

Os acordos e tradições institucionais podem influenciar as decisões das empresas quanto a escolha de financiamentos, segundo Antoniou, Guney e Paudyal (2008) esses fatores influenciam o impacto da tangibilidade na estrutura de capital da empresa, sendo distinto em países desenvolvidos e em desenvolvimento. Já Oztekin (2015) afirma que a tangibilidade é um dos principais fatores que influenciam os níveis de endividamento das empresas ao redor do mundo, mesmo mantendo os fatores institucionais controlados.

2.2.3 Tamanho da Empresa

A literatura sugere que os níveis de endividamento podem estar relacionados com o tamanho da empresa. Antoniou, Guney e Paudyal (2008) afirmam que empresas de grande porte possuem um menor nível de assimetria de informação, tendendo a ter acesso mais fácil a capital de terceiros, e além disso, são capazes de tomar empréstimos a custos mais baixos. Outras características que grandes empresas apresentam são o poder de barganha e a reputação, que pode ser importante para o financiamento externo.

O aumento do tamanho da empresa incrementa a rentabilidade e o seu valor através de economia de escala e de alcance, que ocorre devido aos benefícios das diversificações de portfólio (JONGHE; DIEPSTRATEN; SCHEPENS, 2015). Além do mais, Baek e Bilson (2015) afirmam que o tamanho é uma importante *proxy* dos retornos financeiros da empresa.

A teoria de *Tradeoff* geralmente é interpretada como uma previsão de que as grandes empresas serão mais endividadas, por serem mais diversificadas e possuem baixo risco de inadimplência. Essas são também empresas mais maduras, tendo uma reputação no mercado de dívida e conseqüentemente estão diante de baixos custos de agência.

Já a teoria de *Pecking Order* é interpretada com uma previsão de relação negativa entre o endividamento e o tamanho da empresa. Isso ocorre devido ao fato das grandes empresas serem mais maduras e conhecidas, o que acarreta uma baixa seleção adversa e podem emitir ações mais facilmente em comparação com as pequenas empresas (FRANK; GOYAL, 2007). Acrescenta-se a isso o fato da teoria de *Pecking Order* descrever melhor os padrões de financiamento de grandes empresas do que as mais jovens. Além disso, as grandes empresas possuem a capacidade de gerar e reter lucros de maneira mais constante, sendo essa forma a mais atrativa de acordo com essa teoria.

Grandes empresas, normalmente mais diversificadas que as pequenas empresas, diminuem a volatilidade dos seus fluxos de caixa e a possibilidade de passarem por dificuldades financeiras. Dessa forma, o tamanho da empresa deve ser inversamente proporcional ao risco de falência (TITMAN; WESSELS, 1988; RAJAN; ZINGALES, 1995). Corroborando a esta assertiva, o estudo de Machado, Temoche e Machado (2004) propõe que na medida em que grandes empresas são mais diversificadas, estas obtêm maiores facilidades no acesso ao mercado de capitais e, conseqüentemente, resultam em menor probabilidade de dificuldades financeiras e em menores custos de endividamento.

Já Nicoli Júnior e Funchal (2013) analisaram se a diversificação corporativa aumenta a capacidade de endividamento das empresas brasileiras, através da estimação da relação entre o nível de endividamento e o grau de diversificação corporativa nas empresas brasileiras listadas na bolsa de valores de São Paulo e empresas brasileiras com *American Depositary Receipts* (ADRs). O resultado foi a ausência de relação entre a diversificação e o endividamento em ambas as amostras, indicando que a estratégia de diversificação corporativa das empresas não deve ser utilizada como estratégia de expansão de sua capacidade de financiamento.

Por fim, vale destacar uma característica do mercado brasileiro, o fato de que as empresas de grande porte terem mais acesso a crédito de longo prazo do que as de menor porte. Assaf Neto (2010) afirma que o maior volume de crédito de longo prazo é oferecido por instituições financeiras oficiais, como o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), cabendo aos bancos privados a concessão de créditos de curto prazo. Vale destacar ainda que a taxa de juros praticada pelo BNDES é inferior, por ser subsidiada, a dos bancos privados.

2.2.4 Rentabilidade

Frank e Goyal (2009) apontam a rentabilidade das empresas como um determinante importante para o endividamento. Quando as empresas são lucrativas, elas aumentam seu fluxo de caixa livre, além de diminuir o custo de falência da empresa, as empresas mais lucrativas têm melhor capacidade para honrarem os seus compromissos (ALMEIDA, 2014).

Segundo a teoria de *Pecking Order*, as empresas possuem preferência para financiar seus investimentos através de lucros retidos, endividamento ou emissão de ações. Portanto, quanto maior a rentabilidade de uma empresa, menor será a necessidade de financiamento para as suas atividades. As empresas mais rentáveis contrairiam menos dívidas, visto que elas financiam seus investimentos com os lucros retidos e recorrem ao endividamento somente quando aqueles forem insuficientes. Além disso, vale destacar que o anúncio da emissão de títulos pode trazer efeitos negativos à empresa em função da existência da assimetria da informação (BASTOS; NAKAMURA, 2009).

Sob a perspectiva da teoria de *Tradeoff*, as empresas rentáveis deveriam fazer uso de um maior volume de dívidas, já que elas se beneficiariam da dedutibilidade tributária dos juros (MODIGLIANI; MILLER, 1963). De acordo com Frank e Goyal (2009), que analisaram as empresas norte americanas, no período de 1950 a 2003, e utilizando análise de *clusters* e regressões com dados em painel, ele é consistente com as demais pesquisas e a teoria, além de significativo estatisticamente, empresas com uma rentabilidade maior possuem menores custos de dificuldades financeiras e reconhecem mais valor no benefício tributário decorrente do pagamento de juros da dívida.

Entretanto, de acordo com o modelo dinâmico da teoria de *Tradeoff*, o endividamento está negativamente relacionado à rentabilidade das empresas. Isso ocorre pelo fato das empresas acumularem lucros de forma passiva, ou seja, elas não tomam decisões do que fazer com esse lucro acumulado, como manter o pagamento dos dividendos constantes, permitindo que o fluxo de caixa remanescente seja apropriado ao capital. Junta-se a isso os custos de ajustes, discutindo que as empresas não ajustam seus níveis de endividamento constantemente por causa dos custos de transação, ou seja, os níveis de endividamento se movem dentro de um intervalo ao redor desse nível considerado ótimo.

Ainda com relação ao fator rentabilidade, o estudo de Perobelli e Famá (2002), que investigaram 165 empresas brasileiras de capital aberto, através de análise fatorial estimada sem restrições, de 1995 a 2000, aponta que empresas com alta razão entre resultado operacional

líquido e ativo total, possuem um menor grau de endividamento em relação às demais. Como se percebe a teoria de *Pecking Order* parece justificar a relação negativa entre a rentabilidade e endividamento.

2.2.5 Risco do Negócio

O investimento em uma empresa é, em princípio, influenciado por fatores sistêmicos, ou seja, fatores do sistema que a empresa está inserida afetam a sua estrutura, esses fatores se chamam de risco sistemático, que não são passíveis de redução através da diversificação. E sua forma de ser calculada é dada pela covariância dos retornos (FIORDELISI; MARQUÉS-IBÁÑEZ, 2013).

Estudos de Brito, Corrar, e Batistella (2007) que realizaram regressões com 466 empresas brasileiras, 185 de capital aberto e 281 de capital fechado, entre 1998 e 2002; Nakamura et al. (2007), que avaliaram 91 empresas de capital aberto que atuavam na Bolsa de Valores de São Paulo, entre 1998 e 2003, utilizando regressão com dados em painel; Ceretta et al. (2009) que usaram a mesma metodologia, mas analisaram 61 empresas, no período de 1995 a 2007; Bastos, Nakamura e Basso (2009); Correa, Basso e Nakamura (2013), que analisaram 4.400 pequenas e médias empresas brasileiras, no período entre 1994 e 2006, utilizando regressão com dados em painel desbalanceado; e Forte, Barros e Nakamura (2013).

Todos esses estudos sugerem que o risco também determina a estrutura de capital, pois, quanto maior for a volatilidade dos resultados maior será o risco de não honrar os seus compromissos, o que tornará os credores mais inseguros quanto ao empréstimo de recursos, tornando o custo financeiro maior para as empresas mais ariscadas.

A teoria de *Pecking Order* prevê que a relação entre risco e endividamento seja negativa, já que essas empresas acumularam recursos em fases mais rentáveis para o financiamento de suas atividades em momentos menos rentáveis (CORREA; BASSO; NAKAMURA, 2013). A teoria discute que as mudanças nos fluxos de caixa sinalizam mudanças na necessidade de financiamento externo. E caso isso seja necessário, primeiro as empresas devem emitir dívidas seguras e, somente em último caso, dívidas mais arriscadas e a emissão de ações.

Nessas circunstâncias, a emissão de dívida arriscada reduz o valor presente líquido por induzir estratégias de investimentos futuros de baixa qualidade. Assim sendo, os acionistas absorvem a perda de valor de mercado das empresas.

Já a teoria de *Tradeoff* prevê que as empresas reduzem o risco para aumentar a capacidade de endividamento (MYERS, 2003). O risco é prejudicial para os acionistas e possíveis investidores, assim empresas mais arriscadas devem usar menos o endividamento. Alguns motivos para essa situação é o fato das empresas com fluxos de caixa mais voláteis enfrentam altos custos de dificuldade financeira, pois com esses fluxos mais voláteis há uma menor probabilidade da utilização dos benefícios fiscais.

De forma inversa ao esperado, os estudos de Bastos, Nakamura e Bastos (2009) e Correa, Basso e Nakamura (2013) apontam que há uma relação positiva entre risco e o grau de endividamento. Entretanto, segundo Gomes e Leal (2001), as empresas grandes parecem optar por um menor nível de endividamento, mesmo que tenham acesso a outras fontes de financiamento, enquanto que as pequenas empresas ficam restritas às linhas de curto prazo. De acordo com Gomes e Leal (2001), este cenário pode ser atribuído aos juros elevados praticados no Brasil e a ausência de financiamento de longo prazo.

Já Rogers et al. (2013) analisaram o impacto das tendências de reclassificação no *rating* de crédito na estrutura de capital das empresas não-financeiras da América Latina. Dados de todas empresas que são classificadas pelas três principais agências internacionais de *rating* (*Standard & Poor's*, *Moody's* e *Fitch*) entre o período de 2001 a 2010. Embora os resultados obtidos tenha sido de que a reclassificação de *rating* não possui conteúdo informacional para a estrutura de capital, alguns resultados indicam que as empresas em piores níveis e que se encontram na iminência da reclassificação tendem a usar mais dívidas do que as outras empresas.

No mercado chinês, o impacto das incertezas políticas nas tomadas de decisões econômicas e seu efeito sobre a estrutura de capital das empresas listadas na bolsa de valores foram estudadas por Zhang et al. (2015). Analisando as empresas de 2003 a 2013, os autores mostraram que o aumento das incertezas econômicas reduz o nível de endividamento das empresas. Entretanto, empresas com controle estatal, em regiões com baixa maturidade comercial e com relações prioritárias com instituições financeiras, tendem a mitigar esse aspecto negativo das incertezas. O motivo sugerido pelos autores para o efeito negativo das incertezas nas empresas é oriundo da deterioração do ambiente financeiro externo.

2.2.6 Crescimento do Produto Interno Bruto (PIB)

As variáveis macroeconômicas também são determinantes da estrutura de capital, principalmente em pesquisas que trabalham com empresas de países diferentes. Bastos, David e Bergmann (2008) realizaram uma pesquisa com 388 empresas, das cinco maiores economias da América Latina (México, Brasil, Argentina, Chile e Peru), entre 2001 e 2006, e constataram, a partir de uma análise em painel, que alguns fatores macroeconômicos são significativos na estrutura de capital, tais como: crescimento do PIB, relevância do mercado de capitais, carga fiscal e tempo de abertura de um novo negócio. Ressaltando também que o crescimento do PIB possui uma relação negativa com o grau de endividamento.

O conhecimento sobre o tipo de país possui grande significância estatística, devido as diferenças sistêmicas de cada sociedade, influenciando os indicadores do grau de endividamento (BOOTH et al., 2001). Características dos países pode influenciar a estrutura de capital das empresas, juntamente com características internas das empresas. O estudo de kayo e Kimura (2011) analisou quatro diferentes tipos de variáveis dos países e seu impacto na estrutura de capital, entre eles o PIB, que teve como objetivo controlar as condições econômicas dos países.

kayo e Kimura (2011) analisaram a influência do tempo, indústria e características do país como determinantes da estrutura de capital. Utilizando o modelo linear hierárquico, para verificar a influência desses determinantes na estrutura de capital, verificaram que as características das empresas são os mais relevantes para a sua estrutura de capital. Entretanto, nos determinantes macroeconômicos a importância foi relativamente baixa. Embora a importância tenha sido baixa, os resultados foram estatisticamente significantes.

Sendo assim, o PIB como determinante da estrutura de capital é um importante equalizador das características macroeconômicas do país, principalmente quando se trabalha com países distintos e que possuem diferenças fundamentais.

2.2.7 Taxa de Inflação

Segundo Frank e Goyal (2009), os valores das deduções dos impostos são maiores quando a inflação é alta por causa disso, a teoria *tradeoff* prevê uma relação positiva com a inflação. Essa relação é esperada pois com a maior dedução nos impostos, as empresas

conseguem aproveitar os benefícios do endividamento de maneira mais ampla, podendo se endividar mais.

Hatzinikolaou, Katsimbris e Noulas (2002), que investigaram trinta empresas listadas na *Dow Jones* durante vinte anos utilizando um modelo de pressupostos. Os autores identificaram que a incerteza com relação a inflação possui um forte efeito negativo na estrutura de capital da empresa. Esse resultado vai de encontro com o esperado pela teoria de *tradeoff* e *pecking order*, entretanto, como a análise se debruça sobre a incerteza da inflação, e não sobre a inflação em se, isso pode ter mascarado o resultado da inflação sobre a estrutura de capital, e sim capturaram o efeito do risco.

Já na teoria de *pecking order*, Martins e Terra (2014) encontraram indícios de que a taxa de inflação mais alta, o endividamento é maior. Esse resultado pode ser justificado pois o mercado identifica o aumento da inflação é sinal de aumento de risco, fazendo as empresas se endividarem menos.

Igualmente ao crescimento do PIB, a taxa de inflação é uma determinante que identifica as características do país, que se faz de extrema importância quando se está comparando empresas de dois países. Essas características macroeconômicas ajudam a identificar os reais impactos das demais variáveis na estrutura de capital, filtrando o efeito das características macroeconômicas.

Portanto, acerca dos determinantes da estrutura de capital, conclui-se que das cinco variáveis internas de cada empresa, apenas o grau de tangibilidade e o risco do negócio esperam a mesma relação para as duas teorias de estrutura de capital aqui trabalhadas. As demais possuem relação esperadas com a estrutura de capital distintas de acordo com cada teoria. Já para as variáveis macroeconômicas, a taxa de inflação possui expectativas diferentes, enquanto o crescimento do PIB espera uma relação negativa com a alavancagem.

2.3 Responsabilidade Social Corporativa

A Responsabilidade Social Corporativa (RSC) começou a ser debatida na segunda metade do século XX, sendo definida, por Carrol (1979) como a responsabilidade social do empreendimento, incluindo os âmbitos legal, econômico, ético e descrição, que a sociedade espera de uma organização em um determinado período. Já Brown e Dacin (1997) define como o *status* e as atividades das empresas com as suas obrigações perante a sociedade.

A definição dada por Carroll (1979) é mais completa, por incorporar todas as dimensões da responsabilidade da empresa perante a sociedade, além de incorporar no seu conceito que essa necessidade é mutável durante o tempo, dependendo das exigências da sociedade ao seu redor.

Como Carroll (1979) expressou, a RSC existe em vários âmbitos. Garriga e Melé (2004) assume que as mais relevantes teorias de RSC são focadas em um dos seguintes aspectos da realidade social: econômica, política, integração social e ética.

O primeiro grupo assume que o objetivo da empresa é gerar riqueza, somente o aspecto econômico das interações empresa e sociedade é levada em consideração. Portanto, toda atividade social é aceita somente se consiste em uma geração de riqueza, esse grupo entende que a RSC como um meio de geração de lucros (GARRIGA; MELE, 2004).

Levando em consideração esse grupo de teorias, a RSC teria um impacto importante na geração de riqueza da empresa. Como exposto anteriormente, a estrutura de capital é uma das maneiras de maximização da riqueza, tornando-se relevante a possível relação entre a estrutura de capital e RSC.

O segundo grupo enfatiza o poder social da empresa, principalmente na relação com a sociedade e sua responsabilidade política. O terceiro grupo inclui as teorias que acreditam no dever da empresa perante a sociedade, como integrante da mesma, de prestar assistência, já que a empresa depende da sociedade para crescer e até mesmo para a sua própria existência. O quarto grupo entende que a relação entre a sociedade e as empresas são baseados nos valores éticos, ou seja, as empresas devem aceitar suas responsabilidades sociais como uma obrigação ética acima de qualquer outra consideração (GARRIGA; MELE, 2004).

Além das teorias que são suportadas pelo âmbito econômico, as teorias que possuem um apelo político, social e ético, também sustentam uma relação entre a RSC e seu desempenho financeiro, sendo ela uma necessidade para a sua existência, ou resultado de sua participação da sociedade, sendo indiscutível a relação entre a RSC e a geração de riqueza da uma empresa.

A RSC ocupa um proeminente lugar nos esforços nas empresas globais, desde assistência em grandes tragédias ao desenvolvimento social sensível à necessidade empresarial. As empresas ao redor do mundo estão investindo uma quantidade sem precedentes de capital e tempo em iniciativas de RSC, na esperança da criação de valor para elas mesmas e para a sociedade ao seu redor (JANSSEN; SEN; BHATTACHARYA, 2014).

Em adição aos aspectos teóricos, as empresas também ficaram mais engajadas na RSC na prática. A crescente força de consumidores ambientalmente sensíveis que estão demandando produtos sustentáveis e cada vez mais ambientalmente responsáveis. Muito embora existam várias definições de RSC, todas concordam que as empresas precisam atender às expectativas da sociedade quanto ao planejamento das estratégias de responsabilidade social (SAEIDI et al, 2015).

Healy e Palepu (2001) afirmam que os relatórios de RSC são extremamente importantes para os gestores comunicarem a performance e governança das empresas para os investidores externos a instituição. Os autores fazem ressalvas de que embora haja evolução nos últimos 30 anos, existem algumas questões que merecem uma maior atenção, abrindo novos campos nesses relatórios, são eles: inovação tecnológica, redes de empresas, mudanças na economia empresarial de firmas auditadas e análises financeiras de suas iniciativas.

Embora a RSC tenha ganhado em importância nas últimas décadas, Dillard e Layzell (2014) afirmam que no mercado global do capitalismo, a principal questão sobre esse tema ainda é a demanda sobre informação e as vantagens que a divulgação dessas informações representa para as empresas. Os autores exaltam que existe uma grande representação e operacionalização da RSC, aumentando a sensibilidade da sociedade, que está interessada em uma ação proativa.

Avaliando as empresas brasileiras, Almeida (2014) que analisou entre 39 e 74 empresas, entre os anos de 2008 e 2012, através de regressão de dados em painel, e identificou que existe uma relação positiva entre a divulgação de relatórios de RSC e a estrutura de capital, ou seja, as empresas que disponibilizam esse tipo de informação, conseguem captar mais recursos através de dívidas.

2.3.1 Global Reporting Initiative

O *Global Reporting Initiative* (GRI) é a mais conhecida plataforma de relatório voluntário, seja ele de responsabilidade socioambiental ou de performance sócio-corporativa, das organizações ao redor do mundo (BROWN; JONG; LEVY, 2009). Se for avaliado pela taxa de aprovação por seu fácil entendimento, visibilidade e prestígio, o GRI vem sendo altamente bem-sucedido desde sua modesta criação em 1999 (BROWN; JONG; LESSIDRENSKA, 2009).

O GRI definiu o relatório de sustentabilidade como a prática de mensurar *disclosing* e ser responsável pelos seus efeitos, internos e externos, com uma performance organizacional sob a perspectiva de desenvolvimento sustentável (GRI, 2006).

Um dos motivos para essa grande penetração é o fato do modelo de relatório do GRI ser familiar às finanças, reduzindo as incertezas e aumentando a sua legitimidade. Esse modelo foi uma herança que veio, em parte, pelo sucesso do *Toxic Release Inventory* (TRI) de 1987 em reduzir a emissão tóxica das plantas industriais nos Estados Unidos da América (GRAHAM; MILLER, 2001). Além disso, na época houve uma emergente abertura de informação com o uso da *internet* para se comunicar com a sociedade civil com o intuito de passar uma imagem da não existência de risco para a saúde (BROWN; JONG; LEVY, 2009).

Outro ponto chave para o crescimento da credibilidade do GRI é que esse foi utilizado por empresas emergentes para começarem a divulgar relatórios sobre responsabilidade social, transparência e governança, devido à pressão pública. Com a adoção do GRI por essas empresas, elas se tornaram grandes patrocinadores daqueles com o intuito de ganharem vantagens competitivas em uma área ainda sem regulamentação (BROWN; JONG; LEVY, 2009).

Os pontos mais significantes em um relatório de sustentabilidade nos últimos anos incluem: os indicadores de impacto social; informações sobre governança corporativa; integração entre o relatório de sustentabilidade e financeiro; diferenças regionais e práticas de controle; e persistência com problemas de informações e participações em multinacionais (KOLK. 2005; KOLK. 2006; PALENBERG; REINICKE; WITTE, 2006).

De fato, o relatório de sustentabilidade é uma revisão de como a empresa atua em respeito aos problemas econômicos, sociais e ambientais. O relatório não precisa conter apenas as informações de boas atitudes, aspectos impactantes também devem ser considerados (FARNETI; SIBONI, 2011), necessitando conter como a empresa contribui, ou pretende contribuir, positivo ou negativamente, através de suas atividades com sua responsabilidade social e ambiental, tanto na esfera local como na regional.

Por esses motivos, o setor financeiro foi desde o começo um grande incentivador do GRI, como um poderoso e potencial usuário das informações de performance e sustentabilidade, principalmente com o apoio do *Socially Responsible Investment* (SRI). Entretanto, o SRI é representante de uma pequena quantidade de fundos de investimentos e que

os principais investidores institucionais têm mostrado pouco interesse em informações não financeiras (PLEON, 2005).

Além disso, o GRI define os principais conteúdos, indicadores de gestão e desempenho. Entre os princípios do relatório a definição de conteúdo incluem materialidade, a participação dos *stakeholders*, o contexto da sustentabilidade e seu preenchimento integral. Entre os indicadores integrantes (cerca de 130) existem várias categorias temáticas, incluindo: organizacional, gerencial, econômica, ambiental, social, direitos humanos, a sociedade e responsabilidade do produto (FONSECA; MCALLISTER; FITZPATRICK, 2014).

Com a crescente importância da responsabilidade social, Gherardi, Guthrie e Farneti (2014) constataram que de cada nove dólares gasto pelas empresas, um é investimento em responsabilidade social, e que em 2010 mais de 2600 empresas registraram relatório de sustentabilidade no *site* do GRI. Em 2013 esse número cresceu para mais de 13.000 relatórios de sustentabilidade.

A categoria ambiental do relatório GRI, que é uma das categorias que conta com mais número de itens, há mais de 30 elementos. Temas específicos estão inclusas nessa categoria, como: *disclosure* do total de material utilizado durante o processo produtivo da empresa, o total de energia consumida por tipo de fonte utilizada (GHERARDI; GUTHRIE; FARNETI, 2014).

Com esses fatores, é possível perceber a importância do relatório GRI quando se fala em *disclosing* e em responsabilidade social corporativa. Devido a sua importância, no que tange à liberação de informação por parte das empresas, é uma característica de grande relevância para as empresas e para o mercado de capitais.

Pesquisando o impacto do GRI nas empresas desde sua criação em 1999 até 2010, Marimon et al. (2012) utilizaram uma análise de curvas logísticas com o intuito de verificar os diferentes estágios na disseminação do GRI ao redor do mundo, analisando empresas dos continentes Americano (América do Norte e América Latina), África, Ásia, Europa e Oceania, e verificaram que o número de empresas que divulgaram o relatório nesse modelo passou de 6, em 1999, para 1656, em 2010. Encontraram que a Europa é a região que apresenta uma maior adesão desde a criação do GRI, e que a maior adesão desse tipo de relatório reduziu a instabilidade das empresas ao longo do período analisado.

Analisando a seriedade das empresas com a responsabilidade social corporativa, mensurada através da GRI, Fernandez-Feijoo, Romero, Ruiz (2014) definiram 4 tipos de

comportamento sobre *disclosure*: Novato, Cauteloso, Conversador e Liderança. Eles utilizaram informações de 11 países, Estados Unidos da América, Suécia, Dinamarca, Noruega, Finlândia, Espanha, Portugal, Alemanha, Brasil, China e Japão, no período de 2008 a 2010. Com a realização de testes logarítmicos lineares, classificaram a amostra em relação a *disclosure* e credibilidade, podendo ser alto ou baixo. Os resultados mostraram que as empresas listadas nas bolsas de valores liberam mais informações sobre RSC do que as empresas que não atuam nesse mercado, entretanto, essas informações possuem menos credibilidade. Os autores identificaram também que as empresas da Europa possuem um papel de liderança nesse aspecto, tendo uma atitude cautelosa e de liderança.

Já Barkemeyer, Preuss e Lee (2015), verificaram a efetividade de disseminação da informação de RSC através do modelo GRI em empresas de 30 países, analisando os setores da indústria de materiais, mineração, óleo e gás, eletricidade, água e multiutilidades, bancos e construção, totalizando sete setores, com um total de 933 relatórios GRI. Os autores encontraram, através de regressões lineares e logísticas, que os relatórios nesse modelo têm sido efetivos na disseminação de relatórios de sustentabilidade, principalmente nas empresas da América do Sul e Ásia. Entretanto esse efeito é limitado, por não refletir de forma completa as considerações materiais (efeitos reais), possuindo efeito limitado também na interação entre a empresa e *stakeholder*.

2.4 Mercado de Capitais Norte-Americano

O mercado norte-americano é regulado pela *Securities and Exchange Commission* (SEC), desde 1933, quando o congresso americano aprovou o *Securities Exchange Act*. A SEC possui a responsabilidade de fazer cumprir as leis federais, propor regulamentos de segurança, e regulamentar e investigar os mercados de ações, opções e outras atividade, incluído o mercado eletrônico de seguros dos Estados Unidos da América (U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, 2013).

Antes da criação da SEC, o mercado norte-americano era regulado pelas chamadas *blue sky laws*, segundo Seligman (2003) essas leis eram implementadas a níveis estaduais para regulação da oferta e compra de ações, com a intenção de proteger os investidores de fraudes. Embora a legislação variasse de acordo com o Estado, todas exigiam o registro de todas as

ações oferecidas e vendidas, como de todas as firmas que as negociavam. Entretanto, essas leis eram geralmente ineficazes.

Além da atividade regulatória empreendida pela SEC, em 2002 o Congresso norte-americano aprovou com uma maioria quase total a lei *Sarbanes-Oxley* (SOX) com o objetivo de fortalecer a governança corporativa e os relatórios financeiros e retomar a confiança dos investidores no mercado norte-americano, que após uma série de escândalos empresarial estava abalado. A SOX afetou todas as empresas americanas e mais de 1.300 instituições privadas estrangeiras (*foreign private issuers* – FPIs) que possuem obrigação de se reportarem a SEC.

Embora seja uma das mais importantes leis sobre governança corporativa, *disclosure* financeiro e contabilidade pública, na legislação norte-americana desde a Grande Depressão em 1929, a SOX também é uma das mais controversas leis empresariais da história dos Estados Unidos. Devido principalmente ao substancial aumento de custo na governança das empresas, além de ter acelerado os investimentos nessa área (PERINO, 2003).

Um efeito colateral da SOX foi que muitas empresas deixaram de atuar nas bolsas de valores americanas e começaram a atuar somente no mercado de balcão (*over-the-counter* – OTC), eliminando a obrigação de relatórios para a SEC, o que inicialmente pôde ser visto como favorável, pela eliminação dos custos para tal (LOHSE; PASCALAU; THOMANN, 2014). As empresas que decidiram atuar somente no OTC reforçaram um tipo de mercado que não possuía grandes atrativos e, com a aprovação da SOX, essa situação se transformou em uma grande estratégia, já que atuando desta forma as empresas não estavam sujeitas às pressões impostas por essa lei específica.

Com um esforço para recuperar a confiança do investidor a SEC teve seu orçamento dobrado entre 2007 e 2010, de 830 milhões de dólares para 1,6 bilhão (LOHSE; PASCALAU; THOMANN, 2014).

A reação das empresas para o aumento do orçamento da SEC foi o incremento em sua atividade de governança corporativa. Segundo Lohse, Pascalau e Thomann (2014), nos primeiros 5 anos houve um incremento nos gastos com governança em 9%, em relação ao longo prazo (10 anos) o incremento foi de 13%. O aumento do orçamento da SEC serviu para a intensificação de investigações e procedimentos administrativos, ou seja, esse aumento serviu para a supervisão financeira das atividades empreendidas no mercado americano e não para o aumento do seu ativo imobilizado.

Os constantes aumentos de orçamento da SEC expõem a intensa atividade de investigação e regulamentação que o mercado norte-americano impõe nas atividades financeiras que ocorrem em seu território, tornando-se um dos mercados mais fiscalizados no mundo, nesse setor.

O *disclosure* e a transparência é fundamental para o investidor institucional, que é responsável pelo investimento de grande volume de capital, por ser continuamente monitorado e avaliado é considerado mais prudente no mercado, tentando garantir que seja visto como responsável, bem informado e prudente. Por isso que a governança corporativa, o *disclosure* e a transparência se tornaram indispensável para esses investidores, afetando diretamente suas decisões (ABDIOGLU et al., 2015).

Esses dois elementos se tornam muito mais importante para os pequenos investidores individuais, que preferem desta forma, não somente o investimento mais seguro, em empresas que possuam uma grande liquidez e com grande pulverização de proprietários, mas também procuram empresas com boas atividade ambientais (ABDIOGLU et al., 2015).

Podemos verificar que o alto grau de investimento na regulamentação do mercado financeiro norte-americano tem um efeito comprovado nas empresas que atuam em seu mercado, e que cada medida regulatória possui um grande impacto tanto em investidores como em empresas, nacionais e estrangeiras. Além disso, a alta regulamentação do mercado com uma atuação da SEC intensiva reduz a assimetria de informação para os investidores institucionais e individuais em empresas com atuação no mercado americano.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Neste capítulo está apresentado o delineamento da pesquisa, o universo e a amostra investigados e as informações acerca da coleta e o método de análise de dados, para atingir o objetivo geral da pesquisa de verificar se a estrutura de capital das empresas brasileiras e chinesas que divulgam relatório de Responsabilidade Social Corporativa, listadas na NYSE, estão alinhadas com as teorias de *Pecking Order* e *Tradeoff*, no período de 2008 a 2015.

3.1 Delineamento da Pesquisa

O presente estudo se caracteriza como descritivo e exploratório. A pesquisa descritiva expõe características de determinada população e podem ser elaboradas também com a finalidade de identificar possíveis relações entre variáveis (GIL, 2010; VERGARA, 2008). Por envolver apenas informações disponíveis em bases de dados, caracteriza-se a pesquisa como sendo baseada em uma coleta de dados secundários. Essa pesquisa procura descobrir a frequência com que um fenômeno ocorre, sua relação e conexão com outros, sua natureza e suas características (CERVO; BERVIAN; SILVA, 2007).

Já a pesquisa exploratória visa ampliar o conhecimento existente sobre a utilização de métodos estatísticos (ANDRADE, 2009; GIL, 2010). Trata-se de um passo prévio de exploração do tema, a qual determinou a possibilidade de delimitação e a problematização propostas.

Quanto aos meios, este estudo pode ser caracterizado como *ex post facto*, haja vista que este tipo de investigação se refere a um fato já ocorrido (VERGARA, 2008). Em relação ao tipo de dados coletados, a presente pesquisa pode ser caracterizada como quantitativa (CHIZZOTTI, 1998). A natureza quantitativa refere-se à investigação empírica dos fenômenos através de técnicas estatísticas, matemática etc. Com a abordagem quantitativa é possível recorrer a ferramentas econométricas para descrever as causas das relações entre as variáveis estudadas.

No entanto, como a amostra foi escolhida de maneira não probabilística, não é possível a realização de inferências que permitam a generalização das conclusões obtidas. Ainda que tal

fato se suceda, o estudo mostra-se relevante, na medida em que oferece subsídios adicionais para a validação ou refutação do modelo considerado.

3.2 População e Amostra da Pesquisa

A população da pesquisa foi composta pelas empresas brasileiras e chinesas de capital aberto listadas na Bolsa de Valores de Nova York (NYSE), com informações de 2008 a 2015 e constantes na base de dados *Bloomberg* e *Compustat*. O primeiro critério adotado para a seleção das empresas foi que elas estivessem com sua situação ativa em 2016. Desta forma, da relação constante nestas bases de dados foram excluídas as empresas com registro cancelado. Convém ressaltar que foram consideradas as empresas ativas na data da coleta das informações, de forma que, ainda que as empresas estivessem ativas em algum dos anos a partir de 2008, mas que estejam com situação atual cancelada junto à bolsa, não fizeram parte da população da pesquisa.

Partindo do pressuposto de que a responsabilidade social corporativa (RSC) pode ser um atributo importante na explicação das escolhas de endividamento das empresas, foram utilizados os relatórios do *Global Reporting Initiative* (GRI) para se obter a amostra das empresas da pesquisa.

Da população de empresas brasileiras, 25 (vinte e cinco), que atuam na NYSE, foram excluídas as empresas do setor financeiro, total de três empresas nesse setor (Banco do Brasil, Itaú Unibanco e Bradesco), o que totalizou 22 (vinte e duas) empresas na amostra para as empresas brasileiras. Vale ressaltar que não constava as informações contábeis da empresa BrasilAgro no ano de 2015, embora essa estivesse ativa e negociada. Por esse motivo o ano de 2015 só consta com vinte e uma empresas brasileiras.

Já para as empresas chinesas, da população de 63 (sessenta e três) empresas, foram excluídas as empresas dos setores financeiro (três empresas, China Seguros de Vida, *IFM Investiments* e *Noah Holdings*), Software (duas empresas, *Cheetah Mobile* e *Zhaopin LTD*) e Softwares e Serviços Computacionais (quatro empresas, *58.com*, *iSoftStone*, *NQ Mobile* e *Qihoo 360 Technology*). Além dessas, foram excluídas mais quatro empresas, que não possuíam informação sobre o endividamento de longo prazo por no mínimo de três anos no período analisado (*China Xiniya Fashion*, *LightInTheBox*, *Taomee Holdings* e *Zuoan Fashion*), totalizando a amostra com 50 (cinquenta) empresas chinesas.

A distribuição do número de empresas, por ano, que atuam na NYSE pode ser vista na Figura 1(3):

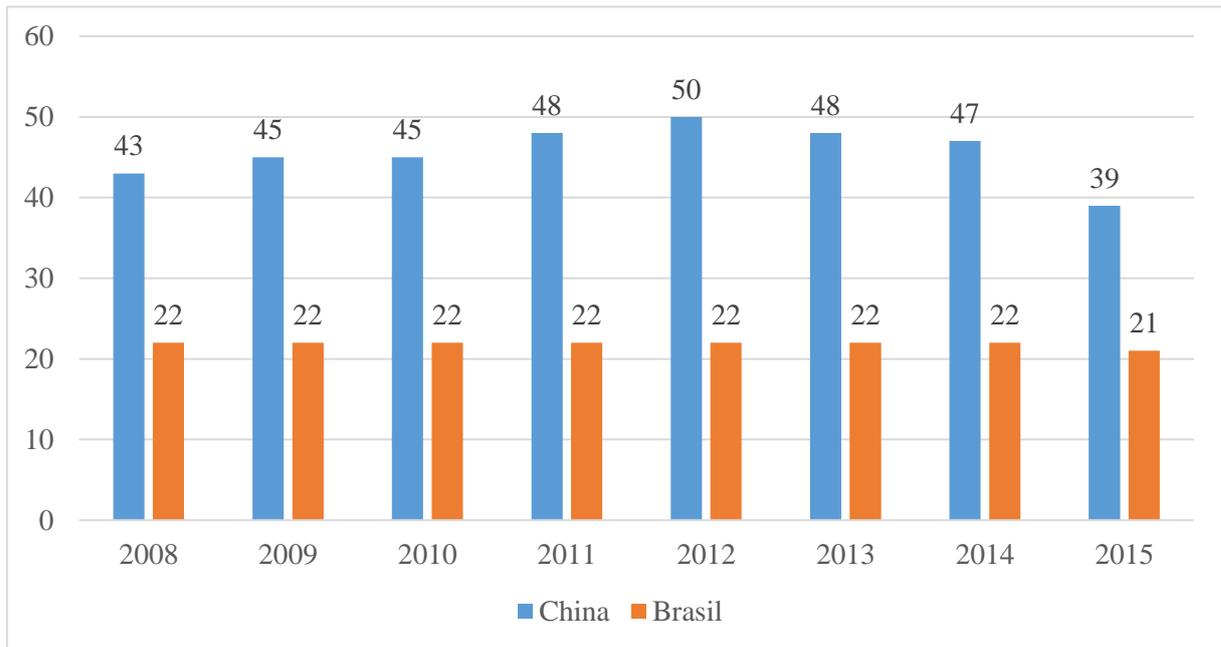


Figura 1(3): Número de Empresas Brasileiras e Chinesas que atuam na NYSE

Conforme pode ser visto, as empresas brasileiras atuam de forma constante ao longo do período, com 22 (vinte e duas) empresas com informações de 2008 a 2014 e 21 (vinte e uma) no ano de 2015. Já as empresas chinesas, que foram analisadas 50 (cinquenta) empresas no total, só possui todas as empresas em 2012. A quantidade de empresa não é constante para a China, pois existem empresas que iniciaram a sua atuação na NYSE após o período inicial da análise, isso é refletido no número crescente de empresas até 2012, de 43 (quarenta e três) a 50 (cinquenta). Em 2015 houve 39 (trinta e nove) empresas analisadas, já que onze empresas não apresentaram dados.

3.3 Definição Operacional das Variáveis

As variáveis utilizadas no presente estudo foram operacionalizadas de acordo com a discussão teórica e empírica apresentadas no capítulo anterior. Suas operacionalizações estão acompanhadas dos autores que sustentam as formas adotadas, conforme descrito nos subitens a seguir.

3.3.1 Variável dependente

Para representar a estrutura de capital, foi utilizada a seguinte *proxy* de endividamento como variável dependente principal:

- **Alavancagem (ALAV):** mensurada pela razão entre as dívidas de longo prazo e o ativo total da empresa, conforme usado por Wald (1999), Bastos e Nakamura (2009), Karma e Sander (2006).

Alternativamente, para testar a robustez dos resultados, foi utilizado outra *proxy* de endividamento:

- **Endividamento (END):** mensurada pela razão entre a dívida de longo prazo e o valor de mercado, conforme usado por Ceretta et al. (2009) e Bastos, Nakamura e Basso (2009), Coricelli et al. (2012).

3.3.2 Variáveis Explicativas

Partindo do pressuposto de que a responsabilidade social corporativa (RSC) pode ser um atributo importante na explicação das escolhas de endividamento das empresas, foram utilizados os relatórios do *Global Reporting Initiative* (GRI) para checar se a divulgação dos relatórios, que consta a RSC, impacta a estrutura de capital.

Baseado na revisão da literatura, foram utilizadas as seguintes variáveis explicativas para a pesquisa:

VARIÁVEL	SIGLA	OPERACIONALIZAÇÃO	REFERÊNCIAS
Tamanho	TAM	Log_{10} do Valor do Mercado	Titman e Wessels (1988) Antunes, Lamounier e Bressan (2006); Tristão e Dutra (2012).
Tangibilidade	TANG	$\text{Estoque} + \text{Imobilizado} / \text{Ativo Total}$	Rocha (2007); Bastos, Nakamura e Basso (2009); Ceretta <i>et al</i> (2009); Goyal, Nova e Zanetti (2011); Tristão e Dutra (2012); Correa, Basso e Nakamura (2013).
Oportunidade de Crescimento	CRESC	$(\text{Ativo total} - \text{Patrimônio Líquido Total} + \text{Valor de Mercado das Ações}) / \text{Ativo total}$	Nakamura <i>et al.</i> (2007); Bastos, Nakamura e Basso (2009); Goyal, Nova e Zanetti (2011); Correa, Basso e Nakamura (2013); Forte, Barros e Nakamura (2013).
Rentabilidade	RENT	$\text{Lucro Líquido} / \text{Patrimônio Líquido}$	Brito; Corrar e Batistella (2007); Bastos, Nakamura e Basso (2009); Rocha (2009); Correa, Basso e Nakamura (2013).
Risco do Negócio	RISCO	$\text{Desvio Padrão do EBIT} / \text{Ativo Total}$	Titman e Wessels (1988); Rocha (2007); Rocha (2009).
Crescimento do PIB	PIB	Crescimento do PIB em relação ao ano anterior	Bastos, Nakamura e Basso (2009); Martins e Terra (2014).
Taxa de Inflação	INFL	Taxa Anual do Índice de Preços ao Consumidor	Frank e Goyal (2009); Öztekin e Flannery (2012); Martins e Terra (2014).

Quadro 1(3): Variáveis de Controle

Da mesma forma, com base nas evidências empíricas precedentes, torna-se igualmente importante apresentar a expectativa para cada uma delas, considerando as previsões teóricas de *Pecking Order* e *Tradeoff*, que é apresentado no quadro 2 a seguir:

VARIÁVEL	RELAÇÃO ESPERADA SOBRE O GRAU DE ENDIVIDAMENTO	
	Teoria <i>Trade-Off</i>	Teoria <i>Pecking Order</i>
Tamanho	Positiva	Negativa
Tangibilidade	Positiva	Positiva
Crescimento	Negativa	Positiva
Rentabilidade	Positiva	Negativa
Risco do Negócio	Negativa	Negativa
Crescimento do PIB	Negativa	Negativa
Taxa de Inflação	Positiva	Negativa

Quadro 2(3): Relação Esperada para os Determinantes da Estrutura de Capital Segundo as Teorias *Pecking Order* e *Tradeoff*

3.4 Coleta e Tratamento dos Dados

A coleta de dados foi feita através de fontes secundárias. As informações contábeis das empresas foram obtidas diretamente das bases de dados *Bloomberg*® e *Compustat*®. As informações sobre as emissões de relatórios no modelo GRI foram obtidas no próprio *website* do GRI. A lista de empresas que são negociadas na NYSE foi coletada diretamente no *website* da bolsa de valores. A lista completa com os nomes das empresas e setor de atuação pode ser vista nos Apêndices A e B. Os dados coletados compreenderão o período de 2008 a 2015.

No tratamento dos dados iniciais, a elaboração dos gráficos e tabelas foram feitas com o auxílio do *Microsoft Excel* e as estimações das regressões, modelagem de equações, testes de comparação de médias foram feitas com o auxílio do *software Stata 12*® e *Statistica 7*®.

3.5 Métodos Estatísticos de Análise

Os dados tiveram tratamento diferenciado para atingir cada um dos objetivos específicos da pesquisa.

3.5.1 Comparação entre as Estruturas de Capital das Empresas

Para comparar os dois grupos, foi utilizado o teste de hipóteses que tem como objetivo fornecer um método que permita verificar se os dados amostrais trazem evidências que apoiam ou não uma hipótese formulada (FÁVERO et al, 2009). Na presente pesquisa, será utilizada a ANOVA fatorial (*Analysis of Variance*), a qual objetiva analisar as variâncias dos grupos de amostras. Este teste é utilizado para comparar médias de mais de duas amostras (FÁVERO et al, 2009; STEVENSON, 2001).

Na ANOVA fatorial, a hipótese consiste em testar se as médias das amostras são iguais. Para que a hipótese nula seja rejeitada, basta que exista pelo menos um grupo com média diferente dos demais (FÁVERO et al, 2009).

No caso da atual pesquisa, as empresas foram divididas de acordo com a nacionalidade (Brasil e China), e de acordo com a divulgação ou não de relatórios de RSC. A diferença em *scores* médios de grupos é resultado de designar observações a um dos dois grupos com base em seus valores de uma variável não métrica, que é manipulada com categorias ou níveis pré-específicas que são propostos para refletir diferenças em uma variável dependente.

O modelo da ANOVA fatorial é dada pela equação 1:

$$F = \frac{\frac{SS_T}{(I-1)}}{\frac{SS_\varepsilon}{(n-I)}} \quad (\text{Equação 1})$$

Sendo:

SS_T : Soma dos quadrados dos tratamentos;

SS_ε : Soma dos quadrados dos erros;

I: Número de tratamentos;

n: Número de casos.

Para operacionalização do teste da ANOVA fatorial foi utilizado o *Stata 12®*, o nível de significância adotado foi 5%. O teste foi utilizado para identificar se a média da estrutura de capital da amostra das empresas que liberam relatório de RSC de 2008 a 2015, são iguais a média da estrutura de capital das empresas que não liberam o mesmo relatório. Neste caso, a hipótese nula a ser testada pode ser representada como segue:

$$H_{n1}: \mu_{\text{Divulgam RSC}} = \mu_{\text{não Diveulgam RSC}} \quad (\text{Equação 2})$$

A formulação dessas hipóteses foi conjecturada para analisar se existe diferença na estrutura de capital das empresas brasileiras e chinesas, que atuam na NYSE, no caso da equação 1. E se existe diferença nas empresas que divulgam relatório RSC no modelo GRI e as que não divulgam, para equação 2.

A realização do segundo teste ANOVA teve como objetivo verificar se existe diferença na estrutura de capital das empresas brasileiras e chinesas que divulgam relatório de RSC, no período de 2008 a 2015.

Neste caso, a hipótese nula a ser testada pode ser representada como segue:

$$H_{n2}: \mu_{\text{Brasil}} = \mu_{\text{China}} \quad (\text{Equação 3})$$

Esses dois testes foram utilizados para verificar se existe diferença na estrutura de capital das empresas que divulgam e as que não divulgam relatório sobre RSC no modelo GRI, e para examinar se existe diferença na estrutura de capital das empresas brasileiras e chinesas, que divulgam relatório sobre RSC.

Estes dados foram organizados em planilha do Microsoft-Excel. As estatísticas descritivas, histogramas, gráficos das principais variáveis, e as questões econométricas do modelo geral apresentado foram realizados com a utilização do pacote estatístico *Stata 12*® e *Statistica 7*®

3.5.2 Determinantes da Estrutura de Capital e as Teorias de *Tradeoff* e *Pecking Order*

Para verificar se os fatores determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras e chinesas são sustentados pelas teorias de *Tradeoff* ou de *Pecking Order*, foram realizadas análise de regressão linear múltipla com dados em painel. Esta técnica compreende as observações repetidas do mesmo conjunto de unidades de corte transversal.

A regressão com dados em painel (*Panel Data*), também conhecida como técnica de análise de dados combinados, pois mesclam séries temporais e cortes transversais em um único estudo. Diferente das análises de séries temporais e cortes transversais, nos dados em painel a mesma unidade de corte transversal (uma empresa, um estado, uma pessoa) é considerada ao longo do tempo, portanto, os dados em painel possuem duas dimensões: a espacial e a temporal

(GUJARATI, 2006). Esta técnica mostra-se adequada ao estudo, dado que esta pesquisa observará as mesmas unidades transversais por um período de sete anos.

Segundo Pindyck e Rubinfeld (2004, p. 288), a análise de dados em painel é útil porque “permite ao pesquisador investigar efeitos econômicos que não podem ser identificados apenas com o uso de dados em corte transversal ou apenas com o uso de séries temporais”. Gujarati (2006) afirma que algumas das vantagens de se utilizar dados em painel são:

- Os dados em painel proporcionam dados mais informativos, mais variabilidade e menos colinearidade entre as variáveis, mais graus de liberdade e mais eficiência;
- São mais adequados ao estudo da dinâmica da mudança;
- Podem identificar e medir efeitos melhor do que quando a observação é feita apenas através de séries temporais ou corte transversal puro;
- Permitem estudar modelos comportamentais mais complexos, como os fenômenos econômicos por exemplo.

Os dados em painel podem ser organizados de duas formas: balanceada e desbalanceada. Johnston e Dinardo (2001) explicam que o painel balanceado tem o mesmo número de observações em cada unidade de corte transversal, entretanto, segundo Greene (2003), é muito comum trabalhar com dados desbalanceados devido à falta de dados ou da forma como esses dados foram registrados.

Com o objetivo de verificar se as estruturas de capital das empresas brasileiras e chinesas, listadas na NYSE, são sustentadas pela teoria de *Tradeoff* ou de *Pecking Order*, no período de 2008 a 2015, foi utilizada a seguinte equação:

$$ALAV_{it} = \alpha_i + \beta_1 RENT_{it} + \beta_2 RISCO_{it} + \beta_3 TAM_{it} + \beta_4 TANG_{it} + \beta_5 CRESC_{it} + \beta_6 PIB_t + \beta_7 INFL_t + \mu_{it} \quad (\text{Equação 5})$$

Sendo:

ALAV: alavancagem da empresa;

RENT: rentabilidade da empresa;

RISCO: risco do negócio;

TAM: tamanho da empresa;

CRESC: oportunidade de crescimento;

PIB: crescimento do PIB;

INFL: taxa de inflação;

α : intercepto;

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$: coeficientes da regressão

μ_{it} : termo de erro;

i : representa a i -ésima empresa;

t : representa o t -ésimo período de tempo.

Para verificar se o relatório de RSC tem alguma influência sobre a estrutura de capital das empresas, foi realizada a regressão com a seguinte equação:

$$ALAV_{it} = \alpha_i + \beta_1 RENT_{it} + \beta_2 RISCO_{it} + \beta_3 TAM_{it} + \beta_4 TANG_{it} + \beta_5 CRESC_{it} + \beta_6 PIB_t + \beta_7 INFL_t + RSC_i + \mu_{it} \quad (\text{Equação 5})$$

Sendo:

ALAV: alavancagem da empresa;

RENT: rentabilidade da empresa;

RISCO: risco do negócio;

TAM: tamanho da empresa;

CRESC: oportunidade de crescimento;

PIB: crescimento do PIB;

INFL: taxa de inflação;

α : intercepto;

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$: coeficientes da regressão

RSC_i : *dummy* para empresa que divulgam relatório de RSC;

μ_{it} : termo de erro;

i : representa a i -ésima empresa;

t : representa o t -ésimo período de tempo.

Assim, todos os objetivos específicos foram atendidos de acordo com demonstrado anteriormente, o que tornou possível verificar se a estrutura de capital das empresas brasileiras e chinesas que divulgam relatório sobre RSC, listadas na NYSE, possuem características diferentes das empresas que não divulgam relatório sobre esse assunto.

3.6 Limitações Metodológicas da Pesquisa

Quanto às limitações metodológicas da pesquisa, pode-se dizer que os dados analisados compreendem um curto período de tempo (8 anos). Séries mais longas provavelmente apresentam resultados mais robustos. Entretanto, poucas empresas brasileiras são listadas na NYSE, o que dificulta a ampliação do período analisado. Junta-se a isso o fato das empresas chinesas aderirem pouco à divulgação de relatório no modelo GRI, dificultando a expansão do período, pois acarretaria em períodos nos quais pouquíssimas empresas chinesas divulgariam relatórios.

Outra limitação é comparação entre países com características diferentes, que podem apresentar um viés nos resultados encontrados. Para tentar minimizar esse efeito, selecionou-se as empresas que atuam no mercado norte-americano, que é altamente regulamentado, e as empresas estariam expostas a mesma regulamentação e foram inseridas variáveis macroeconômicas para minimizar o efeito econômico no impacto das variáveis.

4 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Nesta etapa do trabalho serão apresentados os resultados obtidos com as respectivas análises, para alcançar o objetivo principal desta pesquisa que é verificar se a estrutura de capital das empresas brasileiras e chinesas que divulgam relatório de Responsabilidade Social Corporativa, listadas na NYSE, estão alinhadas com as teorias de *Pecking Order* e *Tradeoff*, no período de 2008 a 2015.

Inicialmente se expõe informações e estatísticas descritivas relativas à amostra e variáveis do estudo. Na sequência, cada um dos objetivos específicos é apresentado, começando por identificar as empresas brasileiras e chinesas listadas na NYSE que publicam relatório GRI; em seguida é verificado se as estruturas de capital das empresas brasileiras e chinesas são sustentadas pela teoria de *Tradeoff* ou pela teoria de *Pecking Order*, no período do estudo; foi averiguado também se há existência de diferença na estrutura de capital entre as empresas que divulgam e as que não divulgam de RSC; por último é examinado se existe diferença na estrutura de capital das empresas brasileiras e chinesas, que divulgam relatório de RSC.

4.1 Caracterização da Amostra

As 22 (vinte e duas) empresas brasileiras estão divididas em um total de 15 (quinze) setores, dos quais, 11 (onze) possuem apenas uma empresa atuando na NYSE. Os setores que possuem um maior número de empresas são os de eletricidade e a indústria de metal e mineração. O setor da indústria de metal e mineração possui 3 (três) empresas cada e o setor de eletricidade possui a maior representatividade, com 4 (quatro) empresas. Os setores de telefonia fixa e gás e multiutilidade podem ser destacados, apresentando duas empresas cada, como pode ser visto na figura 2 a seguir.

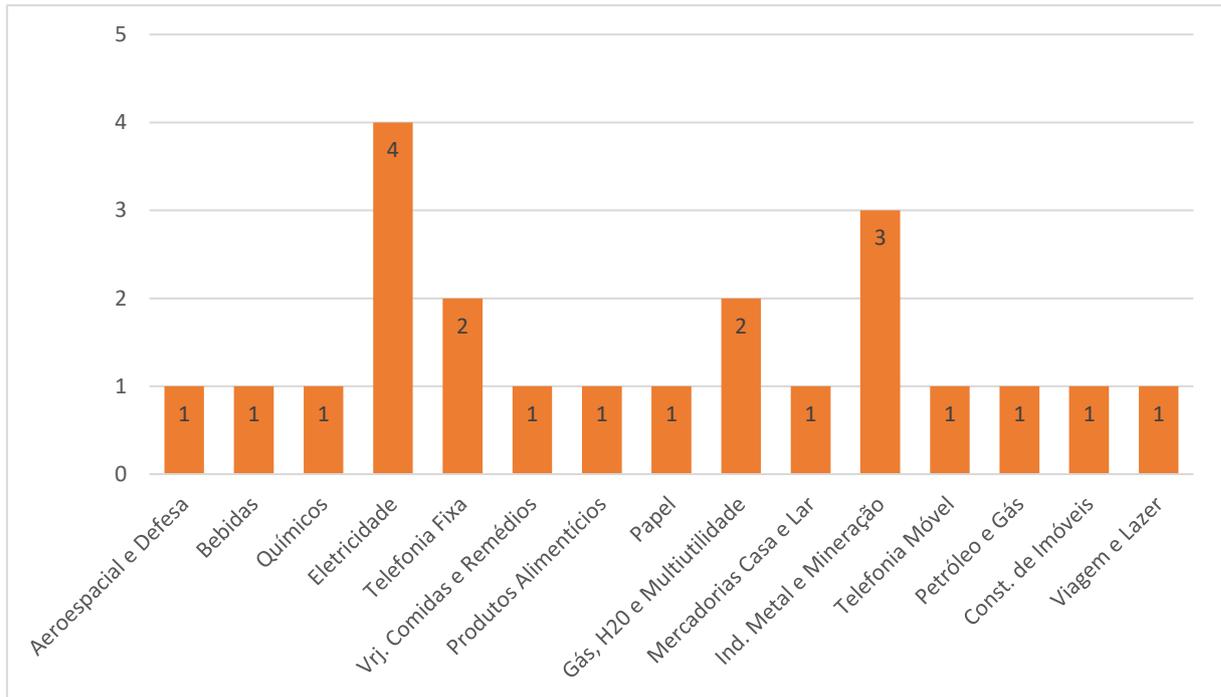


Figura 2(4): Empresas Brasileiras que atuam na NYSE, por Setor

Já nas empresas chinesas, pode-se verificar no quadro 3 que existe 50 (cinquenta) empresas distribuídas em 21 (dezesesseis) setores. Com destaque para os setores de energia alternativa e varejistas gerais, com 6 (seis) e 10 (onze) respectivamente.

SETOR	Nº de empresas	SETOR	Nº de empresas
Bebidas	1	Petróleo e Gás	4
Construção de Imóveis	3	Produtos Alimentícios	1
<i>Ecommerce</i>	1	Produtos de Lazer	1
Eletricidade	1	Químicos	2
Energia Alternativa	6	Telefonia Fixa	1
Equipamentos e Serviços de Saúde	2	Telefonia Móvel	2
Equipamentos Elétricos e Eletrônicos	1	Varejo de Comida e Remédios	1
Farmacêutico e Biotecnologia	1	Varejo em Geral	10
Industria de Metal e Mineração	1	Veículos e Peças	2
Meios de Comunicação	4	Viagem e Lazer	4
Mineração	1		

Quadro 3(4): Empresas Chinesas que atuam na NYSE, por Setor

Percebe-se que a China possui maior representação no mercado da NYSE do que o Brasil. Isso pode ser um indicador de maior interesse ou maior capacidade de participação nesse

mercado das empresas chinesas. Entretanto, essa representatividade não acontece em relação a divulgação de relatórios de RSC no modelo GRI. No quadro 4, são apresentadas comparações entre a quantidade de empresas brasileiras e chinesas que divulgam esse tipo de relatório.

PAÍS	DADOS	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
China	Total	43	45	45	48	50	48	47	39
	Relatórios	5	6	10	10	11	11	12	12
	%	11.63%	13.33%	22.22%	20.83%	22.00%	22.92%	25.53%	30.77%
Brasil	Total	22	22	22	22	22	22	22	21
	Relatórios	10	14	14	16	17	17	16	16
	%	48.0%	68.0%	68.0%	72.0%	80.0%	80.0%	76.0%	76.0%

Quadro 4(4): Dados das Empresas que Divulgaram Relatórios de RSC, por Ano

Tanto a China quanto o Brasil apresentam crescimento na divulgação de informação voluntária de RSC. Eram 11,63% das empresas chinesas que divulgaram essa informação em 2008, o que corresponde a 5 (cinco) em valores absolutos, passando a serem 30,77% em 2015, totalizando 13 (treze) em valores absolutos. Houve crescimento percentual em todos os anos, exceto de 2010 a 2011 que o número permaneceu reduziu de 22,22% para 20,83%. No caso das empresas brasileiras, o número parte de 48% em 2008 e evolui para 76% das empresas divulgando o relatório em 2015, 10 (dez) e 16 (dezesesseis) em valores absolutos, respectivamente. Observa-se que em 2012 e 2013 atingiu o marco de possuir 80% das empresas divulgando GRI, entretanto, no ano de 2014 houve um decréscimo, ficando com 76% das empresas. Diferentemente das empresas chinesas que apresentaram crescimento, houve leve diminuição na quantidade de empresas brasileiras apresentando este relatório do GRI, dentre as empresas listadas na NYSE.

Em seguida, foi analisado as médias da alavancagem das empresas brasileiras e chinesas que atuam na NYSE, de forma separada pode-se perceber a diferença entre as médias das empresas dos dois países. Conforme as figuras 3 e 4.

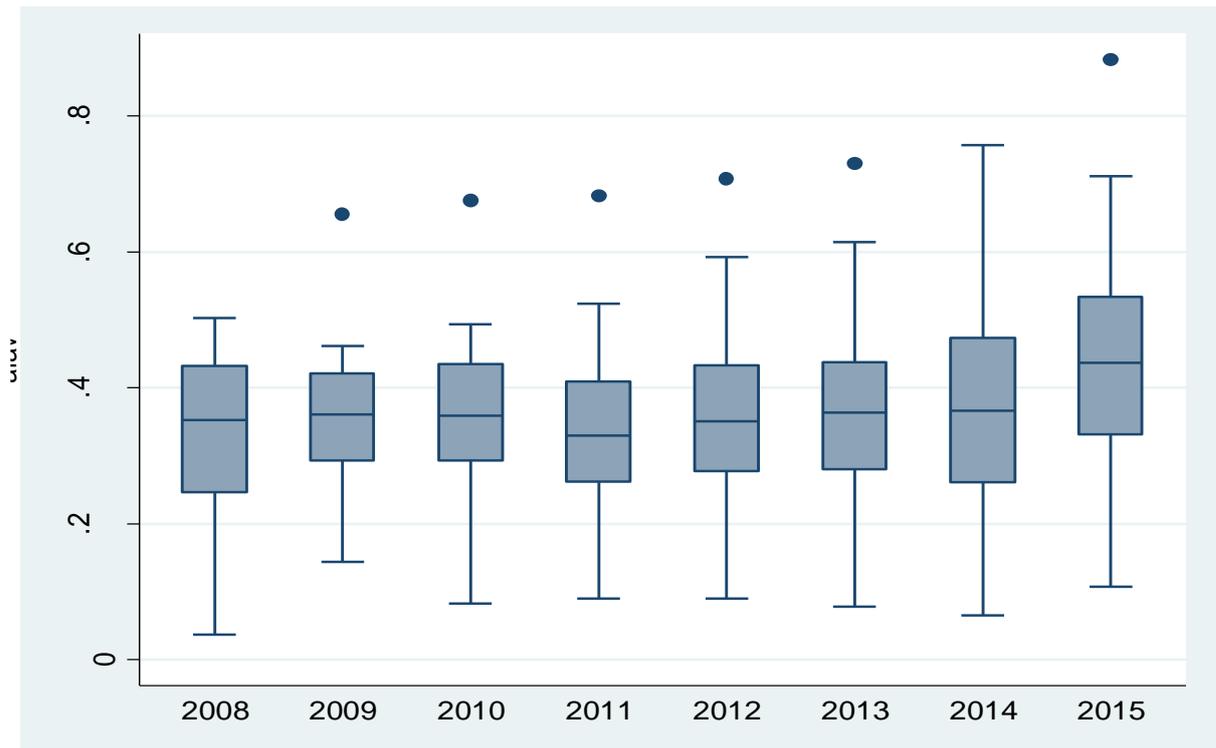


Figura 3(4): Box-Plot do Nível de Alavancagem Médio das Empresas Brasileiras, por Ano

Ao analisar a figura 3, observa-se que as empresas brasileiras possuem uma concentração maior nesses valores, existe maior unidade de valores de alavancagem em torno da média. Pode-se verificar também que os níveis de endividamento das empresas brasileiras estão ligeiramente, de forma geral, a cima das empresas chinesas. Enquanto as empresas chinesas apresentam, conforme figura 4, valores de alavancagem em um nível abaixo de endividamento, em todos os períodos analisados, ou seja, essas empresas que estão listadas na NYSE apresentam valores menores do que as empresas brasileiras, na média.

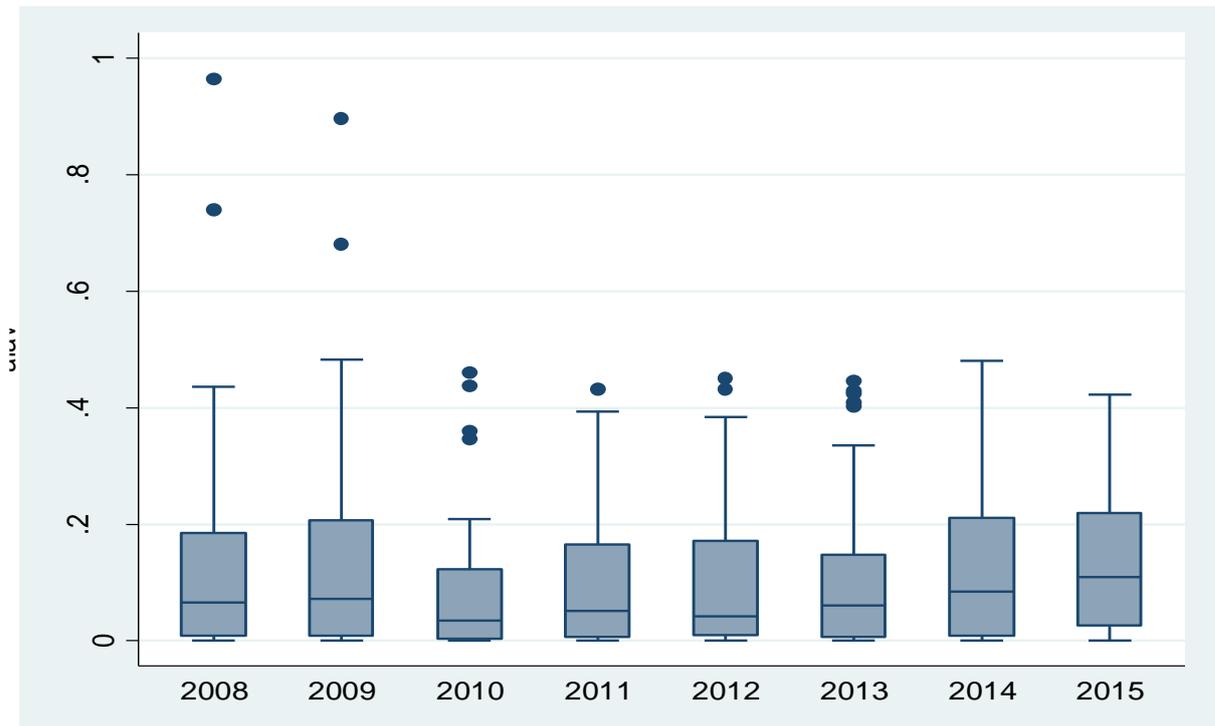


Figura 4(4): Box-Plot do Nível de Alavancagem Médio das Empresas Chinesas, por Ano

Os anos que apresentam uma maior dispersão são 2009, 2014 e 2015, para as empresas chinesas. Já nas empresas brasileiras, a maior dispersão foi presente nos anos de 2008, 2014 e 2015.

4.2 Estatística Descritiva das Variáveis do Estudo

Nesta seção são analisadas as estatísticas descritivas das variáveis do estudo. Essas variáveis foram utilizadas para verificar se a estrutura de capital das empresas brasileiras e chinesas são sustentadas pela teoria de *pecking order* ou *tradeoff*, no período do estudo.

As estatísticas descritivas das variáveis utilizadas para as empresas brasileiras e chinesas podem ser vistas na tabela 1 e tabela 2, respectivamente.

Pode-se destacar aqui que as empresas brasileiras que atuam na NYSE, são, em média, maiores, de acordo com a variável tamanho, dos que as empresas chinesas que atuam na mesma bolsa de valores. As empresas brasileiras passam de 4,0392 para 4,1302, de 2008 a 2015, e as

empresas chinesas de 2,8022 para 3,4697, no mesmo período. Isso demonstra que as empresas dos dois países estão em um processo de crescimento, em relação ao tamanho da empresa.

Tabela 1(4): Estatística Descritiva das Variáveis das Empresas Brasileiras

(continua)

As variáveis investigadas foram: alavancagem (ALAV = dívidas de longo prazo / ativo total), tamanho (TAM), grau de tangibilidade (TANG), oportunidade de crescimento (CRESC), rentabilidade (RENT) e risco do negócio (RISCO). A caracterização operacional das variáveis é apresentada na seção 3.3.

Ano	Estatística	ALAV	TAM	TANG	CRESC	RENT	RISCO
2008	Média	0.3429	4.0392	0.7256	1.1919	0.0733	0.0681
	Desvio Padrão	0.1200	0.6385	0.1062	0.3743	0.3717	0.0336
	Máximo	0.5029	5.3823	0.8920	2.3667	0.8666	0.1261
	Mínimo	0.0372	2.6047	0.5331	0.7362	-1.1565	0.0173
	Nº de Obs.	22	21	22	22	22	22
2009	Média	0.3524	4.2390	0.7257	1.3790	0.1201	0.0596
	Desvio Padrão	0.1107	0.5864	0.1115	0.4092	0.1217	0.0296
	Máximo	0.6554	5.5628	0.8897	2.6411	0.3974	0.1229
	Mínimo	0.1438	2.7877	0.3676	0.795	-0.1029	0.0185
	Nº de Obs.	22	22	22	22	22	22
2010	Média	0.3461	4.2515	0.7367	1.3308	0.1449	0.0552
	Desvio Padrão	0.1350	0.5905	0.0977	0.5737	0.0875	0.0258
	Máximo	0.6751	5.6004	0.8566	3.5618	0.3216	0.1171
	Mínimo	0.0826	2.8079	0.4352	0.6913	0.0255	0.0160
	Nº de Obs.	22	22	22	22	22	22
2011	Média	0.3289	4.2242	0.7414	1.2654	0.0769	0.0472
	Desvio Padrão	0.1405	0.6312	0.1072	0.6986	0.1782	0.0258
	Máximo	0.6817	5.4771	0.8721	4.1078	0.4402	0.1119
	Mínimo	0.0897	2.7515	0.4461	0.6765	-0.3439	0.0161
	Nº de Obs.	22	22	22	22	22	22
2012	Média	0.3551	4.2505	0.7427	1.3184	-0.0211	0.0421
	Desvio Padrão	0.1485	0.6293	0.0965	0.8094	0.4683	0.0213
	Máximo	0.7080	5.4153	0.8762	4.6059	0.3698	0.0851
	Mínimo	0.0899	2.7665	0.4819	0.5877	-2.0644	0.0146
	Nº de Obs.	22	22	22	22	22	22
2013	Média	0.3649	4.2423	0.7440	1.2996	0.0565	0.0406
	Desvio Padrão	0.1655	0.6431	0.0947	0.7751	0.1820	0.0187
	Máximo	0.7295	5.4333	0.8869	4.2859	0.2698	0.0767
	Mínimo	0.0783	2.7412	0.4821	0.6129	-0.6537	0.0129
	Nº de Obs.	22	22	22	22	22	22

Tabela 1(4): Estatística Descritiva das Variáveis das Empresas Brasileiras**(continuação)**

As variáveis investigadas foram: alavancagem (ALAV = dívidas de longo prazo / ativo total), tamanho (TAM), grau de tangibilidade (TANG), oportunidade de crescimento (CRESC), rentabilidade (RENT) e risco do negócio (RISCO). A caracterização operacional das variáveis é apresentada na seção 3.3.

Ano	Estatística	ALAV	TAM	TANG	CRESC	RENT	RISCO
2014	Média	0.3694	4.1855	0.7385	1.2271	0.0736	0.0379
	Desvio Padrão	0.1712	0.6254	0.1095	0.7224	0.1193	0.0193
	Máximo	0.7569	5.4097	0.9209	3.9556	0.2779	0.0810
	Mínimo	0.0655	2.7236	0.5251	0.6611	-0.2282	0.0115
	Nº de Obs.	22	22	22	22	21	22
2015	Média	0.4396	4.1302	0.7507	1.2237	0.1262	0.0338
	Desvio Padrão	0.1939	0.6428	0.0882	0.7059	0.5528	0.0191
	Máximo	0.8823	5.4471	0.8995	3.5464	2.3475	0.0771
	Mínimo	0.1075	2.8034	0.6112	0.6276	-0.3460	0.0091
	Nº de Obs.	21	22	21	21	20	21

Fonte: Elaborado pelo autor, 2016.

A análise do nível de tangibilidade indica a razão entre o que a empresa possui investido no ativo imobilizado em relação ao ativo total, ou seja, maior tangibilidade indica um maior número de bens. Isso implica na possibilidade de oferecer garantias aos financiadores, tendo impacto direto nas taxas e no montante de capital ao qual a empresa tem acesso.

A importância da oportunidade de crescimento se dá por ser possível verificar que não existe um crescimento constante das empresas que atuam na NYSE, de ambos os países. Além disso, o seu impacto esperado na estrutura de capital é distinto nas duas teorias analisadas nesta pesquisa.

Com relação à variável rentabilidade, uma rentabilidade maior pode indicar que as empresas podem possuir um maior endividamento, segundo a teoria de *tradeoff*, ou reduz a necessidade de financiamento, de acordo com a teoria de *pecking order*.

Tabela 2(4): Estatística Descritiva das Variáveis das Empresas Chinesas**(continua)**

As variáveis investigadas foram: alavancagem (ALAV = dívidas de longo prazo / ativo total), tamanho (TAM), grau de tangibilidade (TANG), oportunidade de crescimento (CRESC), rentabilidade (RENT) e risco do negócio (RISCO). A caracterização operacional das variáveis é apresentada na seção 3.3.

Ano	Estatística	ALAV	TAM	TANG	CRESC	RENT	RISCO
2008	Média	0.1521	2.8022	0.5896	0.8426	-0.1402	0.2323
	Desvio Padrão	0.2059	0.5517	0.2885	0.6883	0.8209	0.3009
	Máximo	0.9634	3.9872	0.9813	4.0572	1.7464	1.2626
	Mínimo	0.0000	1.8758	0.0305	-0.1362	-3.0749	0.0138
	Nº de Obs.	43	24	42	43	40	43
2009	Média	0.1529	3.7151	0.5770	1.0048	0.0707	1.2046
	Desvio Padrão	0.1946	1.0095	0.2839	0.9294	0.4878	7.0928
	Máximo	0.8957	5.5835	0.9763	4.6356	2.1489	47.7131
	Mínimo	0.0000	1.9498	0.0424	0.1922	-1.7949	0.0116
	Nº de Obs.	45	26	44	45	42	45
2010	Média	0.0936	3.5242	0.5355	1.4561	0.0876	0.2596
	Desvio Padrão	0.1159	1.2109	0.2905	1.7954	0.2940	1.1682
	Máximo	0.4597	7.3408	0.9125	10.1659	0.5144	7.9050
	Mínimo	0.0000	1.4259	0.0415	0.0567	-1.5463	0.0136
	Nº de Obs.	45	37	44	45	44	45
2011	Média	0.1035	3.1856	0.5433	0.8794	-0.0646	0.0894
	Desvio Padrão	0.1137	1.3543	0.2589	0.6253	0.9108	0.1308
	Máximo	0.4318	7.1328	0.9251	3.0989	1.1048	0.7916
	Mínimo	0.0000	0.7185	0.0374	0.2117	-6.0180	0.0133
	Nº de Obs.	48	41	47	48	48	48
2012	Média	0.1179	3.3996	0.5502	0.9664	0.0761	0.1113
	Desvio Padrão	0.1284	1.2132	0.2590	0.6411	0.9895	0.1747
	Máximo	0.4506	7.0336	0.9179	3.5441	6.2682	1.0639
	Mínimo	0.0000	1.7764	0.0693	0.0207	-1.5612	0.0058
	Nº de Obs.	50	39	48	50	49	50
2013	Média	0.1216	3.4898	0.5466	1.6642	0.0534	0.0733
	Desvio Padrão	0.1362	1.0957	0.2627	1.6913	0.3501	0.0923
	Máximo	0.4451	6.8596	0.9247	6.8619	0.7815	0.6119
	Mínimo	0.0000	1.4040	0.0562	0.0802	-1.5319	0.0119
	Nº de Obs.	48	43	47	48	47	48

Tabela 2(4): Estatística Descritiva das Variáveis das Empresas Chinesas**(continuação)**

As variáveis investigadas foram: alavancagem (ALAV = dívidas de longo prazo / ativo total), tamanho (TAM), grau de tangibilidade (TANG), oportunidade de crescimento (CRESC), rentabilidade (RENT) e risco do negócio (RISCO). A caracterização operacional das variáveis é apresentada na seção 3.3.

Ano	Estatística	ALAV	TAM	TANG	CRESC	RENT	RISCO
2014	Média	0.1348	3.4884	0.5331	1.5193	0.0509	0.0580
	Desvio Padrão	0.1333	1.1367	0.2666	1.3958	0.2172	0.0533
	Máximo	0.4803	6.7028	0.9630	6.3375	0.4002	0.3020
	Mínimo	0.0006	1.3930	0.0479	0.1228	-0.9919	0.0082
	Nº de Obs.	47	46	47	47	47	47
2015	Média	0.1477	3.4697	0.5962	1.2852	0.0568	0.0513
	Desvio Padrão	0.1254	1.2013	0.2523	1.0364	0.1284	0.0516
	Máximo	0.4226	6.7028	0.9327	3.8760	0.4399	0.3148
	Mínimo	0.0000	0.0847	0.0820	-0.4499	-0.2368	0.0071
	Nº de Obs.	39	46	39	39	38	39

Fonte: Elaborado pelo autor, 2016.

Quanto ao risco, as empresas brasileiras passam por uma redução no seu risco ao longo do período analisado, quando medido através do desvio padrão do EBIT (Receita antes de imposto de renda e taxas) em razão do ativo total da empresa. Devido a essa redução de risco bem mais acentuada nas empresas chinesas, houve uma da redução acentuada na comparação do risco entre as empresas dos dois países.

Vale observar que o desvio padrão, de um modo geral, das empresas brasileiras é bem menor que das empresas chinesas, ou seja, as empresas brasileiras apresentam uma concentração maior dos seus dados em torno do média, enquanto as chinesas possuem valores mais pulverizados. Entretanto, isso pode ocorrer devido a diferença de observações que existe entre as empresas brasileiras e chinesas que atuam na NYSE, com a presença de um número maior de empresas da China.

Torna-se também importante analisar as correlações entre as variáveis, dependente e independentes, para identificar quais possuem uma maior relação entre si, sendo indicador de quais serão os resultados da regressão linear. Pode-se verificar essas informações nas tabelas 3 e 4, para as empresas brasileiras e chinesas, respectivamente.

Tabela 3(4): Correlação entre as Variáveis Dependente e Independentes das Empresas Brasileiras

A correlação apresentada se refere as variáveis de alavancagem (ALAV = dívidas de longo prazo / ativo total), endividamento (dívida de longo prazo / valor de mercado), tamanho (TAM), grau de tangibilidade (TANG), oportunidade de crescimento (CRESC), rentabilidade (RENT), risco (RISCO), produto interno bruto (PIB) e taxa de inflação (INFL). A caracterização operacional das variáveis é apresentada na seção 3.3. * representam os valores significativos ao nível de 5%.

Variável	ALAV	END	TAM	TANG	CRESC	RENT	RISCO	PIB	INFL
ALAV	1,0000								
END	0,3459*	1,0000							
TAM	-0,0201	-0,2015*	1,0000						
TANG	0,1670*	-0,0261	0,3841*	1,0000					
CRESC	-0,2009*	-0,2299*	0,3761*	-0,0975	1,0000				
RENT	-0,0153	-0,1802*	0,2451*	-0,0231	0,2017*	1,0000			
RISCO	-0,1863*	-0,1615*	0,0825	-0,0853	0,2368*	0,0053	1,0000		
PIB	-0,1620*	-0,2352*	0,0156	-0,0302	0,0120	-0,0003	0,2410*	1,0000	
INFL	0,1793*	0,2974*	-0,0434	0,0561	-0,0491	0,0352	-0,2555*	-0,3774*	1,0000

Fonte: Elaborado pelo autor, 2016.

Verifica-se na correlação, que as principais variáveis para as empresas brasileiras, levando em consideração a correlação e sua significância, são tangibilidade, oportunidade de crescimento, risco do negócio, crescimento do PIB e taxa de inflação, que foram significativos a 5%. A variável tangibilidade e inflação foram positivamente correlacionadas com a alavancagem. Já as variáveis oportunidade de crescimento, risco do negócio e crescimento do PIB tiveram uma correlação negativa. Pode-se destacar também a correlação negativa entre a variável endividamento, que foi utilizada como variável alternativa para a estrutura de capital, e o tamanho, oportunidade de crescimento, rentabilidade, risco do negócio e crescimento do PIB, além da correlação positiva com a taxa de inflação. Essa correlação é significativa a 5%, e com valores próximos às correlações com a variável principal, demonstrando uma robustez do resultado.

Vale mencionar ainda a correlação entre as variáveis independentes, embora tamanho, tangibilidade, crescimento e risco possuam uma correlação significativa, ela não é tão alta a ponto de representar um problema para a regressão linear múltipla.

Tabela 4(4): Correlação entre as Variáveis Dependente e Independentes das Empresas Chinesas

A correlação apresentada se refere as variáveis de alavancagem (ALAV = dívidas de longo prazo / ativo total), endividamento (dívida de longo prazo / patrimônio líquido), tamanho (TAM), grau de tangibilidade (TANG), oportunidade de crescimento (CRESC), rentabilidade (RENT), risco (RISCO), produto interno bruto (PIB) e taxa de inflação (INFL). A caracterização operacional das variáveis é apresentada na seção 3.3. * representam os valores significativos ao nível de 5%.

Variável	ALAV	END	TAM	TANG	CRESC	RENT	RISCO	PIB	INFL
ALAV	1,0000								
END	0,4783*	1,0000							
TAM	0,3714*	-0,1447*	1,0000						
TANG	0,4958*	0,4044*	0,6029*	1,0000					
CRESC	-0,0758	-0,1191	-0,0764	-0,3232*	1,0000				
RENT	-0,0469	-0,0919	0,0854	-0,0738	0,0629	1,0000			
RISCO	-0,0456	-0,1328	-0,2380*	0,0246	-0,0117	-0,1818*	1,0000		
PIB	-0,0517	-0,0507	0,0043	-0,0075	-0,0868	-0,0396	0,0528	1,0000	
INFL	-0,0550	0,0329	-0,0650	-0,0115	-0,0795	-0,0941	-0,0840	0,4041*	1,0000

Fonte: Elaborado pelo autor, 2016.

Em relação as empresas chinesas, elas apresentam uma correlação distinta das brasileiras. As variáveis que se destacam são tamanho e tangibilidade, sendo significantes a 5%. Essas duas variáveis apresentam uma correlação positiva com a alavancagem. A principal divergência na correlação, quando comparamos as empresas dos dois países, é a correlação da tamanho e taxa de inflação com a alavancagem, enquanto no Brasil essa relação é negativa e positiva, respectivamente, na China essa relação se inverte, entretanto não são significativas.

Na avaliação da correlação entre a variável dependente alternativa, endividamento, com as demais variáveis, verifica-se que as relações são as mesmas apresentadas com a variável principal, com a exceção das variáveis tamanho e taxa de inflação. Nesse aspecto, vale ressaltar que a única variável que apresentou uma correlação significativa foi tamanho e tangibilidade, com um impacto menor que o apresentado com a alavancagem, e invertendo a correlação da variável tamanho.

Como verificado nas empresas brasileiras, as chinesas também não apresentam nenhuma correlação entre as variáveis independentes que possa representar um problema para as regressões realizadas. As variáveis independentes que apresentaram correlação significativa entre si foram tamanho, tangibilidade, rentabilidade e risco.

4.3 Análise Comparativa da Estrutura de Capital e seus Determinantes entre as Empresas Brasileiras e Chinesas

Neste momento da pesquisa foi identificado se a estrutura de capital das empresas brasileiras e chinesas é sustentada pela teoria de *tradeoff* ou *pecking order*. Para alcançar tal objetivo foi estimada a regressão linear múltipla com as variáveis explicativas tradicionais, a estimação foi feita com dados em painel não balanceado. Para que seja possível utilizar esse mecanismo, é necessário que a variável dependente (alavancagem) seja gaussiana, para tal utilizamos o teste de normalidade de Lilliefors, conforme tabela 5.

Tabela 5(4): Teste de Normalidade dos Dados das Empresas Brasileiras e Chinesas

A variável testada para distribuição gaussiana foi alavancagem (ALAV = dívida de longo prazo / ativo total). A caracterização operacional da variável é apresentada na seção 3.3.

País	Teste	Prob.	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
BRASIL	Lilliefors	<i>p</i>	>0.20	>0.20	>0.20	>0.20	>0.20	>0.20	>0.20	>0.20
CHINA		<i>p</i>	<0.10	<0.10	<0.15	<0.10	<0.15	>0.15	>0.20	<0.15

Fonte: Elaborado pelo autor, 2016.

Para que a variável seja considerada gaussiana, é necessário que o teste apresente uma probabilidade maior que 5% (0,05) de ajuste com uma distribuição normal. Como se pode observar, a alavancagem das empresas brasileiras pode ser considerada gaussiana em todos os períodos analisados para o de Lilliefors. Todas as probabilidades foram maiores que 20%. Já para as empresas chinesas, se observa o teste de Lilliefors, todos os períodos podem ser considerados com uma distribuição normal, mesmo que possuam um nível inferior ao das empresas brasileiras, são suficientes para realizar as análises propostas.

Após a verificar a possibilidade de utilizar a regressão linear múltipla, é necessário saber qual a o melhor método da regressão, dos mínimos quadrados ordinários, de efeitos fixos ou efeitos aleatórios. Para determinar se a regressão se adapta melhor ao efeito fixo ou aleatório foi realizado o teste de Hausman, que tem como hipótese nula a indicação para utilizar efeitos aleatórios. Já o teste de Breusch-Pagan Lagrange, que possui como hipótese nula a indicação para utilizar a regressão dos mínimos quadrados ordinários, verifica se o modelo se adapta

melhor a regressão de efeitos aleatórios ou dos mínimos quadrados ordinários, conforme a tabela 6.

Tabela 6(4): Teste de Hausman e Breusch-Pagan para Seleção do Modelo de Regressão com Dados em Pannel

Testes realizados após a estimação dos coeficientes com painel desbalanceado com efeito aleatório, efeito fixo, e mínimos quadrados ordinários. Regressões realizadas com a variável dependente alavancagem, e variáveis independentes tamanho, grau de tangibilidade, oportunidade de crescimento, rentabilidade, risco. A caracterização operacional das variáveis utilizadas é apresentada na seção 3.3.

País	Teste	Estatística	Resultado
BRASIL	Hausman	χ^2	2,37
		p	0,9365
	Breusch-Pagan	χ^2	366,64
		p	0.0000
CHINA	Hausman	χ^2	12,15
		p	0,0958
	Breusch-Pagan	χ^2	531,44
		p	-0,0000

Fonte: Elaborado pelo autor, 2016.

Nota-se que para as empresas brasileiras, o resultado do teste de Hausman indica, a regressão em efeitos aleatórios mais adequada do que a de efeitos fixos, pois a hipótese nula não foi rejeitada. Para complementar a análise, o teste de Breusch-Pagan confirma que os efeitos aleatórios são mais adequados do que a regressão dos mínimos quadrados ordinários, já que não se aceita a hipótese nula. Na análise para as empresas chinesas, os resultados são os mesmos das empresas brasileiras, existe a indicação para utilizar a regressão de efeitos aleatórios. Nessa situação, o teste de Breusch-Pagan também apresenta o mesmo resultado, com a não aceitação da hipótese nula, indicando o uso de efeitos aleatórios.

Portanto, de acordo com a indicação dos testes, foram realizadas as regressões com dados em painel de efeito aleatórios, para as empresas brasileiras e chinesas. Pode-se verificar os resultados das regressões na tabela 7.

Tabela 7(4): Determinantes da Estrutura de Capital (Dados em Painel 2008-2015)

A variável dependente é a alavancagem (ALAV = dívida de longo prazo / ativo total). As variáveis independentes são: tamanho (TAM), grau de tangibilidade (TANG), Rentabilidade (RENT), oportunidade de crescimento (CRESC), risco do negócio (RISCO), crescimento do PIB (PIB) e taxa de inflação (INFL). A caracterização operacional das variáveis utilizadas é apresentada na seção 3.3. São apresentados os resultados dos parâmetros estimados (coeficientes), da estatística z e do p -valor, respectivamente. Os coeficientes foram estimados com painel desbalanceado com efeito aleatório para o Brasil e China, estando em negrito os valores estatisticamente significativos.

País	BRASIL			CHINA		
Variável	Alav			Alav		
	β	z	p	β	z	p
TAM	-0.0572	-2.02	0.044	0.0134	1.34	0.182
TANG	0.1829	1.79	0.074	0.1831	4.98	0.000
RENT	0.0216	1.15	0.251	-0.0220	-1.34	0.180
CRESC	-0.0018	-0.09	0.927	0.0113	2.47	0.014
RISCO	-0.8684	-2.66	0.008	-0.5005	-4.69	0.000
PIB	-0.0024	-1.29	0.198	-0.0038	-0.34	0.731
INFL	0.0022	0.58	0.562	-0.0007	-0.34	0.731
Const.	0.4968	3.79	0.005	0.0223	0.52	0.605
Est. χ^2	33.38			92.85		
Prob.	0.000			0.000		
R² Ajustado	0.1871			0.2686		

Fonte: Elaborado pelo autor, 2016.

Nas empresas brasileiras se destaca a variável tamanho, que foi estatisticamente significativa com uma relação negativa com a estrutura de capital. Esse resultado apresenta um resultado no mesmo sentido ao do encontrado por Frank e Goyal (2007) e Nicoli Júnior e Funchal (2013) e oposta ao encontrado por Titman e Wessels (1988). Isso indica que as empresas maiores têm uma tendência a utilizar financiamentos internos, como reinvestimento, apresentando um nível de endividamento menor do que as empresas menores. Essa relação é esperada pela teoria de *pecking order*.

Pode-se destacar também, para as empresas brasileiras, o risco, que foi significativo a 5%, com uma relação negativa com a alavancagem. Esses resultados são consistentes com os resultados encontrados por Brito, Corrar, Batistella (2007), que afirmam que o maior risco afeta a probabilidade de os fluxos de caixas serem suficientes para honrar as obrigações com os credores. Esse resultado também foi obtido pelas pesquisas realizadas por Nakamura et al. (2007), Ceretta et al. (2009), Forte, Barros, Nakamura, (2013) e Rogers et al. (2013). Mas são distintos dos resultados encontrados por Bastos, Nakamura, Basso (2009) e Correa, Basso, Nakamura (2013), que encontraram uma relação positiva entre o risco e a alavancagem.

Embora existam estudos com resultados distintos, os deste trabalho estão de acordo com o esperado pelas teorias tanto de *Tradeoff* quanto de *Pecking Order*, já que o aumento das incertezas da empresa reduz a probabilidade de fluxo de caixas futuros, assim reduzindo a capacidade de pagamento de financiamentos e redução de fluxo de caixa livre para investimento em projetos. Consequentemente, um aumento do risco das empresas provoca uma redução na alavancagem, devido ao aumento das taxas exercidas, e redução de oferta por parte dos credores.

VARIÁVEL	RELAÇÃO ESPERADA SOBRE O GRAU DE ENDIVIDAMENTO		RELAÇÃO ENCONTRADA
	Teoria de <i>Trade-Off</i>	Teoria de <i>Pecking Order</i>	
Tamanho	Positiva	Negativa	Negativa
Tangibilidade	Positiva	Positiva	Positiva
Crescimento	Negativa	Positiva	Negativa
Rentabilidade	Positiva	Negativa	Positiva
Risco	Negativa	Negativa	Negativa
PIB	Negativa	Negativa	Negativa
Inflação	Positiva	Negativa	Positiva

Quadro 5(4): Comparação entre a Relação Esperada e a Encontrada de Acordo com as Teorias de Estrutura de Capital, para as Empresas Brasileiras

Embora as demais variáveis não sejam significativas do ponto de vista estatístico, é importante fazer a análise dos sinais e comparar com o esperado pela teoria. As variáveis crescimento, rentabilidade e inflação, para as empresas brasileiras, apresentam uma relação negativa para a primeira e positiva para as duas últimas, estando de acordo com o esperado pela teoria de *Tradeoff*. Já o tamanho da empresa, também para as empresas brasileiras, que apresenta uma relação negativa com o endividamento, apresenta um resultado que seria esperado pela teoria de *Pecking Order*, conforme pode ser visto no quadro 5.

A variável tangibilidade foi marginalmente significativa a 5%, esse resultado apresenta um resultado no mesmo sentido ao encontrado por Lumby (1991), Thies e Klock (1992) e Rajan e Zingales (1995), no qual a relação da tangibilidade e alavancagem foi positiva. Esse resultado está alinhado com as teorias de estrutura de capital de *Tradeoff* e *Pecking Order*. O resultado esperado se dá porque as empresas com um maior grau de tangibilidade possuem maiores

garantias para os credores, tornando o financiamento de terceiros mais baratos e acessíveis. Os ativos tangíveis são facilmente avaliados pelo mercado e mais propensos às relações comerciais, tornando mais fácil que as empresas que possuem a capacidade de oferecer garantias também possuam um maior nível de endividamento

As demais variáveis estão de acordo com as duas teorias, já que elas apresentam a mesma expectativa, sendo observada nos resultados da regressão.

Ao abordar a regressão de uma forma geral (das empresas brasileiras), observa-se que essa é estatisticamente significativa a 5% e com o R^2 ajustado de 0,1871 de poder de explicação da variável dependente (alavancagem), ou seja, as variáveis do modelo explicam 18,71% da alavancagem e sua variação. O restante da sua variação não pode ser explicada pelas variáveis presentes, estão fora do modelo apresentado. Embora seja um valor pequeno, deve-se observar a significância do modelo, que é de extrema importância.

Já para as empresas chinesas, as variáveis significativas a 5% foram grau de tangibilidade, oportunidade de crescimento e risco do negócio, sendo as relações com a alavancagem positiva para as duas primeiras e negativa para a última. Da mesma forma que apresentado para as empresas brasileiras, a relação do grau de tangibilidade e alavancagem está de acordo com a teoria, e também com os resultados dos trabalhos de Lumby (1991), Thies e Klock (1992) e Rajan e Zingales (1995).

Em relação à oportunidade de crescimento, a relação positiva apresenta um resultado que corrobora os achados de Jensen (1986), Dudley (2012) e Correa, Basso e Nakamura (2013). Essa relação também está de acordo com a teoria de *Pecking Order*, no qual as empresas com maior oportunidade de crescimento, demandam mais recursos para financiar os seus investimentos, havendo a necessidade de buscar uma fonte de recursos externa para financiar a sua expansão. Embora esse resultado seja o oposto ao esperado para a teoria de *Tradeoff*, e dos resultados das pesquisas de Brito e Lima (2005) e Nakamura et al. (2007), ele é consistente com as demais pesquisas e a teoria, além de significativo estatisticamente.

A variável risco de negócio também foi significativa a 5%, e apresentou uma relação esperada pelas teorias de estrutura de capital aqui testadas. O resultado aqui exposto corrobora o resultado de Zhang et al. (2015), que aborda o mercado chinês. E apresenta o mesmo resultado obtido para as empresas brasileiras. Evidenciando que que o aumento do risco do negócio torna os fluxos de caixa das empresas menos previsíveis, aumentando as taxas de juros e reduzindo a oportunidade de financiamento de terceiros, o que acaba levando o endividamento a reduzir.

A relação positiva entre o tamanho da empresa e alavancagem apresenta resultado oposto com as pesquisas realizadas por Frank e Goyal (2007) e Nicoli Júnior e Funchal (2013) e similar ao encontrado por Titman e Wessels (1988), Rajan e Zingales (1995) e Machado, Temoche e Machado (2004), que encontraram uma relação positiva entre essas variáveis. A relação observada neste trabalho está alinhada com a teoria de *Tradeoff*, que afirma que a relação entre tamanho e endividamento deve ser positiva, pois as grandes empresas obtêm maiores facilidades no acesso ao mercado de capitais e, conseqüentemente, resultam em menor probabilidade de dificuldades financeiras e em menores custos de endividamento, aumentando sua capacidade de endividamento.

As variáveis rentabilidade e taxa de inflação tiveram uma relação negativa com a estrutura de capital, estando de acordo com a teoria de *Pecking Order*. As demais variáveis apresentam resultados que são condizentes com as duas teorias, tanto com a teoria de *Tradeoff*, quanto *Pecking Order*.

VARIÁVEL	RELAÇÃO ESPERADA SOBRE O GRAU DE ENDIVIDAMENTO		RELAÇÃO ENCONTRADA
	Teoria <i>Trade-Off</i>	Teoria <i>Pecking Order</i>	
Tamanho	Positiva	Negativa	Positiva
Tangibilidade	Positiva	Positiva	Positiva
Crescimento	Negativa	Positiva	Positiva
Rentabilidade	Positiva	Negativa	Negativa
Risco	Negativa	Negativa	Negativa
PIB	Negativa	Negativa	Negativa
Inflação	Positiva	Negativa	Negativa

Quadro 6(4): Comparação entre a Relação Esperada e a Encontrada de Acordo com as Teorias de Estrutura de Capital, para as Empresas Chinesas

Com os resultados obtidos nas regressões, observa-se que as empresas brasileiras possuem quatro variáveis, grau de tangibilidade, oportunidade de crescimento, rentabilidade e taxa de inflação, com uma relação esperada pela teoria de *Tradeoff*. Das três variáveis restantes, risco do negócio e crescimento do PIB apresentam resultado que corroboram as duas teorias e a variável tamanho da empresa está alinhada com a teoria de *Pecking Order*. Com os resultados,

observa-se que existe um alinhamento dos determinantes da estrutura de capital com a teoria de *Tradeoff*.

De forma oposta, as empresas chinesas apresentam quatro variáveis, grau de tangibilidade, oportunidade de crescimento, rentabilidade e taxa de inflação, que apresentam resultados de acordo com a teoria de *Pecking Order*, como se pode verificar no quadro 6. Além disso, duas variáveis, grau de tangibilidade e oportunidade de crescimento, que exibem esse alinhamento são estatisticamente significativas, o que dá uma importância maior para os resultados. A única variável que está com uma relação contrária ao esperado por essa teoria é o tamanho da empresa, que está alinhado com a teoria de *Tradeoff*, as demais variáveis estão têm às relações alinhadas com as duas teorias. Portanto, os determinantes da estrutura de capital das empresas chinesas suportam de forma mais consistente a teoria de *Pecking Order*.

4.4 Responsabilidade Social Corporativa e a Estrutura de Capital

Após fazer a análise com as variáveis mais tradicionais que determinam a estrutura de capital, de acordo com as teorias de *Tradeoff* e *Pecking Order*, foi realizado o teste ANOVA fatorial, para verificar se existe diferença entre os diferentes grupos, as empresas que divulgam relatório de RSC, conforme o modelo GRI. Esse teste leva em consideração a alavancagem da empresa durante todo o período da pesquisa, de 2008 a 2015, e a divulgação ou não do relatório de RSC. Os testes foram realizados para as empresas do Brasil e da China, conforme tabela 8.

Tabela 8(4): Teste de Diferença entre as Empresas que Divulgam e Não Divulgam Relatórios de RSC

Variável analisada foi alavancagem (ALAV), teste de análise de variância de médias fatorial (ANOVA) realizada para comparação das médias dos grupos. A caracterização operacional das variáveis utilizadas é apresentada na seção 3.3. A caracterização dos testes realizados é apresentada na seção 3.5.

Variável	BRASIL					CHINA				
	SS	DF	MS	F	p	SS	DF	MS	F	p
Ano	0.1284	7	0.0214	0.755	0.604	0.0116	7	0.0019	0.093	0.996
RSC	0.5819	1	0.5819	20.534	0.001	0.0005	1	0.0055	0.023	0.961
Ano#RSC	0.4189	7	0.5315	18.486	0.009	0.1166	7	0.0194	0.941	0.467
Erro	3.6556	129	0.0283			2.8961	140	0.0206		

Fonte: Elaborado pelo autor, 2016.

Verifica-se que para as empresas brasileiras, foi capaz de rejeitar a hipótese nula do teste ANOVA fatorial, de que não existe uma diferença na alavancagem entre os dois grupos de empresas ao longo do período, quando consideramos o efeito conjunto dos anos e da RSC. De acordo com esse teste, a RSC leva a uma diferença na alavancagem média dos grupos quando comparada as médias dos períodos. Pode-se dizer que existe uma diferença na alavancagem das empresas brasileiras que liberam relatório de RSC, no período analisado, na comparação com as empresas brasileiras que não liberam esse relatório. Quando se faz a comparação somente dos anos, percebe-se que não existe diferença estatisticamente significativa entre os anos. Já quando se leva em consideração somente a RSC, essa diferença é significativa.

Já com relação as empresas chinesas, o teste apresentou o resultado de que não existe uma diferença na alavancagem das empresas que nos dois grupos testados, diferentemente do que aconteceu com as empresas brasileiras. Tanto entre os anos analisados e a divulgação ou não do relatório de RSC, quanto na análise conjunta. Em todos os testes não foi possível rejeitar a hipótese nula de que a alavancagem é a mesma em todos os grupos analisados.

Realizado os testes para saber se há uma diferença, foram feitas as estimações de regressão linear múltipla com dados em painel desbalanceado. Nessa etapa foi inclusa a variável *dummy* de RSC, para saber qual impacto de divulgar o relatório sobre a estrutura de capital, nas empresas brasileiras e chinesas, conforme a tabela 9.

Tabela 9(4): Efeito da RSC na Estrutura de Capital (Dados em Painel 2008-2015)

A variável dependente é a alavancagem (ALAV = dívida de longo prazo / ativo total). As variáveis independentes são: tamanho (TAM), grau de tangibilidade (TANG) rentabilidade (RENT), oportunidade de crescimento (CRESC), risco do negócio (RISCO) e divulgação de relatório de responsabilidade social corporativa (RSC). A caracterização operacional das variáveis utilizadas é apresentada na seção 3.3. São apresentados os resultados dos parâmetros estimados (coeficientes), da estatística z e do p -valor, respectivamente. Os coeficientes foram estimados com painel desbalanceado com efeito aleatório para o Brasil e China, estando em negrito os valores estatisticamente significativos.

País	BRASIL						CHINA					
	ALAV			END			ALAV			END		
Variável	β	z	p									
TAM	-0.0514	-1.61	0.106	-2.9283	-7.92	0.000	0.0161	1.44	0.148	0.0450	-2.13	0.033
TANG	0.2580	2.50	0.012	1.5687	1.24	0.214	0.1733	4.18	0.000	0.2381	2.86	0.004
RENT	-0.0045	-0.18	0.854	-0.1747	-0.57	0.569	0.0089	1.81	0.070	-0.0424	-1.08	0.279
CRESC	-0.0079	-0.40	0.692	0.5898	2.43	0.015	-0.0233	-1.32	0.185	0.0035	0.33	0.739
RISCO	-0.7565	-2.26	0.024	-2.6062	-5.27	0.000	-0.4793	-3.97	0.000	-0.6277	-2.68	0.007
PIB	-0.0011	-0.58	0.560	-0.0306	-1.33	0.183	-0.0043	-1.20	0.230	-0.0227	-2.34	0.019
INFL	-0.0148	-1.92	0.055	0.1392	1.44	0.151	-0.0010	-0.48	0.629	-0.0203	3.17	0.002
RSC	0.0455	2.50	0.012	0.4459	1.98	0.048	-0.0042	-0.26	0.791	-0.0556	-0.56	0.575
Const.	0.4824	3.33	0.001	1.5092	6.90	0.000	0.0281	0.60	0.549	0.3331	3.32	0.001
Est. χ^2	29.54			32.42			70.49			39.74		
Prob.	0.0003			0.0000			0.0000			0.0000		
R2	0.1977			0.1643			0.2574			0.2193		

Fonte: Elaborado pelo autor, 2016.

Observa-se que das variáveis explicativas tradicionais da estrutura de capital, permanecem com a mesma relação, para as empresas brasileiras, o tamanho da empresa, grau de tangibilidade, oportunidade de crescimento, risco do negócio e crescimento do PIB que apresentada anteriormente. Mas as variáveis rentabilidade e taxa de inflação inverteram a relação com a estrutura de capital. Dessas variáveis, o grau de tangibilidade e o risco do negócio são significantes a 5%, além da taxa de inflação, que é marginalmente significativa.

Ao fazer a análise da regressão para as empresas chinesas, as variáveis que permanecem com a mesma relação antes da inserção da RSC são o tamanho da empresa, grau de tangibilidade, risco do negócio, crescimento do PIB e taxa de inflação, já a rentabilidade e a oportunidade de crescimento alteram a relação, quando comparada com a regressão sem a RSC. Vale destacar que as variáveis grau de tangibilidade e risco do negócio têm significância a 5%, além da rentabilidade que é marginalmente significativa.

Nessa etapa também foi realizada a regressão linear múltipla com dados em painel desbalanceado para a *proxy* alternativa de endividamento (END), para verificar a robustez dos resultados. A primeira análise que se pode fazer é que através da *proxy* alternativa, para as

empresas brasileiras, as relações das variáveis com a alavancagem permanecem a mesma, com exceção da oportunidade de crescimento e taxa de inflação. Essas duas variáveis invertem a relação com o endividamento, a oportunidade de crescimento apresenta uma relação positiva, que seria a relação esperada pela teoria de *Pecking Order*, e a taxa de inflação apresenta uma relação positiva na *proxy* alternativa, o que vai de encontro com o resultado esperado.

Já para as empresas chinesas, as alterações em relação a análise de sinal das variáveis ocorrem somente nas variáveis rentabilidade e oportunidade de crescimento. Nas demais variáveis, as alterações entre as duas *proxies* utilizadas são somente na significância estatística. Além das variáveis de grau de tangibilidade e risco do negócio, que já eram significativas com a *proxy* alavancagem, o tamanho da empresa, o crescimento do PIB e a taxa de inflação também foram estatisticamente significativas a 5%.

Ao fazer a análise de significância para as empresas brasileiras, verifica-se que o grau de tangibilidade perdeu a significância. Entretanto, a oportunidade de crescimento e o tamanho da empresa foram significativos a 5%, o que havia ocorrido com a *proxy* principal.

Fazendo a análise da RSC e alavancagem, verifica-se que existe uma relação positiva entre essas duas variáveis, nas empresas brasileiras. Ainda, vale ressaltar que a relação positiva entre a RSC e alavancagem é significativa a 5%, ou seja, pode-se considerar que a divulgação de relatório de RSC no modelo GRI possui um impacto positivo na estrutura de capital da empresa, possibilitando um maior endividamento da empresa que divulga o relatório. É importante ressaltar ainda que esse resultado foi repetido para a *proxy* alternativa da estrutura de capital, o endividamento, o que demonstra a robustez do resultado obtido.

A diferença dos resultados das empresas brasileiras para as chinesas, com relação a RSC e estrutura de capital, é que a relação entre essas variáveis para as empresas do segundo país é negativa, o que é o contrário do esperado. A explicação pode estar na diferença cultural dos dois países, além disso, a legislação dos dois países tem diferenças significativas, podendo afetar a maturidade de como o mercado ver a divulgação de relatórios de RSC.

A relação encontrada para as empresas brasileiras corrobora os resultados encontrados por Almeida, Santos e Silva (2013), que investigaram a relação entre a divulgação de relatórios de sustentabilidade nos padrões GRI e a estrutura de capital das empresas brasileiras, no período de 2000 a 2012. Essa relação positiva era esperada, pois as empresas que divulgam as informações adicionais sobre RSC reduz a assimetria da informação entre os gestores e o

mercado na qual ela está inserida, possibilitando uma melhor análise do mercado quanto as suas perspectivas, facilitando a aquisição de financiamentos de capital de terceiros.

Por fim, pode-se considerar que a divulgação de relatórios de RSC no modelo GRI tem um impacto positivo na alavancagem nas empresas brasileiras, isto é, as empresas que liberam esse tipo de relatório possuem uma maior capacidade de endividamento. Entretanto, esse impacto é negativo e não significativo nas empresas chinesas. Essa diferença já era esperada devido as diferenças culturais e de legislação de ambos os países, mesmo essa diferença sendo amenizadas pela pesquisa ser realizada no mercado norte-americano.

4.5 Comparação da Estrutura de Capital das Empresas que Divulgam Relatório de RSC

Para examinar se existe diferença na estrutura de capital das empresas brasileiras e chinesas, que divulgam relatório sobre RSC, foi realizado o teste ANOVA fatorial, para verificar se existe diferença entre os diferentes grupos. Além desse, foi realizado o teste de normalidade de Lilliefors, para verificar se a distribuição da variável alavancagem, conforme tabela 10.

Tabela 11(4): Teste de Normalidade da Alavancagem das empresas que divulgam relatório de RSC

A variável testada para distribuição gaussiana foi alavancagem ($ALAV = \text{dívida de longo prazo} / \text{ativo total}$). A caracterização operacional da variável é apresentada na seção 3.3.

Variável	Teste	Prob.
ALAV	Lilliefors	<0.10

Fonte: Elaborado pelo autor, 2016.

Com o teste de normalidade de Lilliefors, verificou-se que a distribuição da alavancagem das empresas que divulgam relatório de RSC é gaussiana. Com o resultado obtido, é possível afirmar que a distribuição é gaussiana, pois a probabilidade é maior que 5%. Portanto, realizamos o teste, de análise de variância.

O resultado do teste ANOVA fatorial pode ser visto na tabela 11.

Tabela 11(4): Teste de Diferença da Alavancagem das Empresas Brasileiras e Chinesas

Variável analisada foi alavancagem (ALAV), teste de análise de variância de médias fatorial (ANOVA) realizada para comparação das médias dos grupos. A caracterização operacional das variáveis utilizadas é apresentada na seção 3.3. A caracterização dos testes realizados é apresentada na seção 3.5

Variável	SS	DF	MS	F	p
Ano	0.07882	7	0.01126	0.56000	0.78420
China	1.06021	1	1.06021	53.16000	0.00000
Ano#China	0.28267	7	0.04038	2.02000	0.04330
Erro	4.24773	213	0.01994		

Fonte: Elaborado pelo autor, 2016.

Verifica-se que existe uma diferença na estrutura de capital das empresas brasileiras e chinesas que divulgam relatório de RSC. Pode-se considerar essa afirmação, pois não se aceita a hipótese nula do teste ANOVA fatorial, quando se faz a análise conjunta das médias dos anos e dos países, de que os grupos possuem a mesma alavancagem média. Fazendo a análise separada das variáveis, pode perceber que não existe diferença nas médias das alavancagens entre os anos, mas existe entre as médias dos países.

Portanto, o resultado apresentado faz concluir que existe uma diferença na estrutura de capital das empresas que divulgam relatório de RSC do Brasil e da China. Entretanto, o teste não permite afirmar qual apresenta um nível de alavancagem maior, mas ao analisar a estatística descritiva dos dados desse trabalho, pode-se afirmar que as empresas brasileiras que divulgam relatório de RSC têm um nível de endividamento maior que as empresas chinesas.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta dissertação teve como objetivo verificar se a estrutura de capital das empresas brasileiras e chinesas que divulgam relatório de Responsabilidade Social Corporativa, listadas na NYSE, estão alinhadas com as teorias de *Pecking Order* e *Tradeoff*, no período de 2008 a 2015.

Foram pesquisadas as empresas que atuam na NYSE, após isso, foram feitas triagens das empresas brasileiras e chinesas. Chegou-se ao total de 25 empresas brasileiras que atuam na NYSE, e 63 empresas chinesas, após o tratamento da base de dados restaram 22 e 50 empresas, respectivamente. Dessas empresas, 72 no total, o máximo de 17 empresas brasileiras divulgaram relatório GRI com informações sobre RSC em um ano, e 13 chinesas divulgaram essa mesma informação.

Essa diferença é ainda mais perceptível quando se faz uma análise relativa. Enquanto entre 48% e 80% das empresas brasileiras que atuam na NYSE divulgam a informação sobre RSC, nas empresas chinesas, esse percentual é menor, chegando a ser no máximo 30,77%, sendo o mínimo no período de 11,63%. Isso demonstra a relevância que as empresas dos dois países percebem em divulgar informações sobre RSC, entretanto, aparentemente as empresas brasileiras dão mais importância na divulgação de relatórios de RSC no modelo GRI.

As estruturas de capital das empresas brasileiras e chinesas foram comparadas com as teorias de *tradeoff* e *pecking order*. Essa comparação foi feita após ser realizadas regressões lineares múltiplas com dados em painel desbalanceados. Os resultados foram distintos para as empresas de cada país.

Os resultados apresentados, para as empresas brasileiras, indicam que os determinantes da estrutura de capital estão alinhados, de uma forma mais consistente, com a teoria de *Tradeoff*. Embora não tenham sido confirmados para todas as variáveis analisadas, elas foram as mais expressivas. Das sete variáveis analisadas, apenas uma apresentou resultado de acordo com a teoria de *Pecking Order*, a variável tamanho da empresa. Por esses dois argumentos, conclui-

se que a estrutura de capital das empresas brasileiras, que atuam na NYSE, é sustentada pela teoria de *Tradeoff*.

Essa teoria afirma que as empresas possuem uma estrutura de capital ótimo, e que as empresas buscam essa estrutura para balancear as vantagens dos benefícios fiscais e os vários custos de falência e restrição financeira, maximizando o valor da empresa. Isso significa que as empresas brasileiras buscam uma estrutura de capital no qual equilibram os benefícios e custos do endividamento, com o objetivo de maximização do seu valor.

De forma distinta, os resultados para as empresas chinesas demonstraram que a estrutura de capital está alinhada a teoria de *Pecking Order*. Das sete variáveis analisadas a fim de testar as teorias, somente a variável tamanho da empresa apresenta um resultado alinhado com a teoria de *Tradeoff*, de forma significativa. Portanto, pode-se afirmar que a estrutura de capital das empresas chinesas, que atuam na NYSE, é sustentada pela teoria de *Pecking Order*.

A teoria de *Pecking Order* se caracteriza por afirmar que as empresas não possuem uma estrutura ótima de capital, e sim uma preferência de financiamento de seus projetos, de forma hierarquizada, partindo de financiamento interno, até a emissão de novas ações. Esse resultado indica que as empresas chinesas não procuram uma estrutura de capital determinada, mas atuam de acordo com as opções de financiamento existentes, dando preferência para o financiamento interno, depois endividamento, emissão de títulos e, por fim, emissão de novas ações.

Utilizando o teste ANOVA fatorial, verificou-se existe diferença na estrutura de capital entre as empresas que divulgam e as que não divulgam relatório sobre RSC, para as empresas brasileiras. Já para as empresas chinesas, o resultado não foi estatisticamente significativo, além disso, a relação entra a RSC e a estrutura de capital é negativa.

O resultado do teste realizado nas empresas brasileiras foi significativo, quando se considera a análise feita combinando as médias dos anos e das empresas que divulgam, ou não, o relatório de RSC. Por isso, é possível afirmar que existe uma diferença de nível de endividamento entra as empresas que divulgam relatório de RSC em comparação com as que não liberam, para as empresas brasileiras que atuam na NYSE.

Ao verificar se a estrutura de capital das empresas brasileiras e chinesas que divulgam relatório de RSC são diferentes, chega-se ao resultado que realmente existe uma diferença nas estruturas de capital dessas empresas. Esse resultado foi alcançado após a realização do teste ANOVA fatorial, para comparação de médias.

Por fim, o presente trabalho identificou que a divulgação de relatório de RSC no modelo GRI, tem efeito na alavancagem das empresas brasileiras, com uma relação positiva, mas um efeito não significativo para as empresas chinesas. Esses resultados foram obtidos através de regressão linear múltipla com dados em painel desbalanceada, e apresentaram resultados similares a pesquisas realizadas anteriormente.

Chega-se aos seguintes achados. As empresas chinesas adotam de forma menos intensiva a divulgação de relatórios de RSC no modelo GRI, quando comparada com as empresas brasileiras. As estruturas de capitais das empresas desses dois países são sustentadas por teorias de estrutura de capital distintas. Enquanto as empresas brasileiras se alinham com a teoria de *Tradeoff*, as empresas chinesas apresentaram uma relação maior com a teoria de *Pecking Order*. As empresas brasileiras apresentaram diferença na alavancagem das empresas que divulgam (ou não) o relatório GRI, e possui efeito positiva na divulgação sobre a estrutura de capital, sendo sua relação significativamente positiva. A estrutura de capital das empresas brasileiras que divulgam o relatório de RSC é diferente da estrutura de capital das empresas chinesas que também divulgam esse relatório.

5.1 Limitações da Pesquisa e Sugestões para Estudos Futuros

Com relação às limitações da pesquisa, pode-se dizer que os dados analisados compreendem um curto período de tempo (8 anos); é provável que séries mais longas apresentem resultados mais consistentes. Vale salientar que poucas empresas brasileiras são listadas na NYSE, o que é um fator restritivo para observar períodos mais longos. Muito embora as empresas chinesas estejam mais presentes nessa Bolsa de Valores, a adesão ao modelo de Relatório GRI é baixa, podendo ter impactado os resultados.

Além disso, a análise da divulgação de relatório de RSC através do modelo GRI não engloba todas as empresas que divulgam informação sobre o assunto. As empresas podem adotar mecanismos diferentes para essa divulgação, o que não torna esse relatório menos importante.

Como sugestão para estudos futuros, recomenda-se aumentar o período analisado, a fim de verificar se existe uma melhora nos resultados. Também seria interessante englobar na

análise todos os tipos de divulgação sobre RSC, não somente os relatórios do GRI, para verificar se essa expansão reflete em melhores resultados, além de incluir outros países na pesquisa.

REFERÊNCIAS

- ABDIOGLU, N.; BARMATZI, V.; CAVUSGIL, S. T.; KHURSHED, A.; STATHOPOULOS, K. Information asymmetry, disclosure and foreign institutional investment: An empirical investigation of the impact of the Sarbanes-Oxley Act. **International Business Review**, v. 24, n. 5, p. 902-915, 2015.
- ABREU, M. C. S.; CASTRO, F.; SOARES, F. A.; SILVA FILHO, J. C. L. A comparative understanding of corporate social responsibility of textile firms in Brazil and China. **Journal of Cleaner Production**, v. 20, n. 1, p.119-126, 2012.
- AGCA, S.; MOZUMDAR, A. Firm size, debt capacity, and the pecking order of financing choices. February, 2004. **Disponível em:** <<http://ssrn.com/abstract=687369>>. Acessado em: 15 de agosto de 2015.
- ANDRADE, M. M. **Introdução à Metodologia do Trabalho Científico**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- ANTONIOU, A.; GUNAY, Y.; PAUDYAL, K. The Determinants of Capital Structure: Capital Market-Oriented versus Bank-Oriented Institutions. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 43, n. 1, p. 59-92, 2008.
- ANTUNES, G. A.; LAMOUNIER, W. M.; BRESSAN, A. A. Análise do “efeito tamanho” nos retornos das ações de empresas listadas na BOVESPA. **Revista Contabilidade & Finanças – USP**, São Paulo, n. 40, p. 87–101, 2006.
- ALMEIDA, M. A. **Estrutura de capital e divulgação voluntária de informações de responsabilidade social corporativa das empresas brasileiras**. Tese de Doutorado em Administração, PROPAD-UFPE - Recife: O Autor, 2014.
- ALMEIDA, M. A.; SANTOS, J. F. Disclosure voluntário de responsabilidade social corporativa das empresas listadas na BM&FBOVESPA. **Revista de Gestão Social e Ambiental**, v. 8, n. 3, p. 69-88. 2014.
- ALMEIDA, M. A.; SANTOS, J. F.; SILVA, E. S. Estrutura de Capital e Divulgação Voluntária de Informações de Responsabilidade Social Corporativa das Empresas Brasileiras: Um Estudo com Dados em Painel Desbalanceado. In: **SIMPÓSIO DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO**, 22., 2013. Bauru/SP. **Anais**, Bauru/SP: FEB-UNESP, 2013.
- ALON, I., LATTEMANN, C., FETSCHERIN, M., Li, S., SCHNEIDER, A.-M. Usage of public corporate communications of social responsibility in Brazil, Russia, India and China (BRIC). **International Journal of Emerging Markets**, v. 5, n. 1, p. 1-28, 2010.
- ALTUNTAS, M.; BERRY-STÖLZLE, T. R.; WENDE, S. Does one size fit all? Determinants of insurer capital structure around the globe. **Journal of Banking and Finance**, v. 61, p. 251–271, 2015.
- ASSAF NETO, A. **Finanças Corporativas e Valor**. São Paulo: Atlas. 2010.

BAEK, S.; BILSON, J. F. Size and value risk in financial firms. **Journal of Banking & Finance**, v. 55, p. 295-326, 2015.

BAPTISTA, H. **Estudo dos Impactos nos Indicadores de Companhias Classificadas como Socialmente Responsáveis por Fundos e pelo Mercado**. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória, 2010.

BARKEMEYER, R.; PREUSS, L.; LEE, L. On the effectiveness of private transnational governance regimes—Evaluating corporate sustainability reporting according to the Global Reporting Initiative. **Journal of World Business**, v. 50, n. 2, p. 312-325, 2015.

BASTOS, D. D.; DAVID, M.; BERGMANN, D. R. Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas na América Latina no período 2001-2006. In: **ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO**, 32, Rio de Janeiro. Anais... Rio de Janeiro: ANPAD, 2008.

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

BASTOS, D. D.; NAKAMURA, W. T.; BASSO, L. F. C. Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas na América Latina: um estudo empírico considerando fatores macroeconômicos e institucionais. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 10, n. 6, p. 47-77, 2009.

BECK, F.; KREUZBERG, F.; RODRIGUES JUNIOR, M. M.; KRESPI, N. T.; CUNHA, P. R. Efeitos da migração do nível de governança corporativa sobre o valor e estruturas de capital e propriedade da empresa. **Revista Catarinense da Ciencia Contabil**, v. 11, n. 33, p. 51-65, 2012.

BERGER, A. N.; PATTI, E. B. Capital structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the banking industry. **Journal of Banking & Finance**, v. 30, n. 4, p. 1065-1102, 2006.

BERGER; A. N.; UDELL, G. F. The economics of small business finance: the role of private equity and debt markets in the financial growth cycle. **Journal of Banking and Finance**, v. 22, n. 6, p. 613-673, 1998.

BOOTH, L. et al. Capital Structure in Developing Countries. **The Journal of Finance**, v. 56, n. 1, p. 87-130, 2001.

BRAILSFORD, T. J.; OLIVER, B. R.; PUA, S. L. H. Theory and evidence on the relationship between ownership structure and capital structure. **Social Science Research Network**, 1999. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=81888>>. Acessado em: 19 de setembro de 2015.

BRITO, G. A. S.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. **Revista Contabilidade e Finanças – USP**, v. 18, n. 43, p. 9-19, 2007.

- BRITO, R. D.; LIMA, M. R. A escolha da estrutura de capital sob fraca garantia legal: O caso do Brasil. **Revista Brasileira de Economia – RBE**, Rio de Janeiro, v. 59, n. 2, p. 177-208, 2005.
- BROWN, T. J.; DACIN, P. A. The company and the product: Corporate associations and consumer product responses. **Journal of Marketing**, v. 61, n. 1, p. 68-84, 1997.
- BROWN, H. S.; JONG, M.; LESSIDRENSKA, T. The rise of Global Reporting Initiative as a case of institutional entrepreneurship. **Environ Polit**, v. 18, n. 4, p. 182–200, 2009.
- BROWN, H. S.; JONG, M.; LEVY, D. L. Building institutions based on information disclosure: lessons from GRI's sustainability reporting. **Journal of Cleaner Production**, v. 17, n. 6, p.571-580, 2009.
- BULAN, L.; YAN, Z. Firm maturity and the pecking order theory. **International Journal of Business and Economics**, v. 9, n. 3, p. 179-200, 2010.
- CAMPOS, A. L. S.; NAKAMURA, W. T. Rebalanceamento da estrutura de capital: endividamento setorial e folga financeira. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 19, n. spe, art. 2, p. 20-37. 2015.
- CARIDADE, A. V. Relação entre finanças corporativas e sustentabilidade: um estudo de caso ligado à pecuária na Amazônia. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 1, n. 1, p. 1-13, 2011.
- CARROLL, A. B. A Three-dimensional conceptual model of corporate performance. **The Academy of Management Review**, v. 4, n. 4, p. 4497–4530, 1979.
- CERETTA, P. S.; VIEIRA, K. M.; FONSECA, J. L.; TRINDADE, L. L. Determinantes da estrutura de capital: uma análise de dados em painel de empresas pertencentes ao IBOVESPA no período de 1995 a 2007. **Revista de Gestão USP**, v. 16, n. 4, p. 29-43, 2009.
- CERVO, A. L.; BERVIAN, P. A.; SILVA, R. **Metodologia Científica**. 6. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.
- CHANG, C.; CHEN, X.; LIAO, G. What are the reliably important determinants of capital structure in China? **Pacific-basin Finance Journal**, v. 30, n. 1, p. 87-113, 2014.
- CHIZZOTTI, A. **Pesquisa em Ciências Humanas e Sociais**. 3. ed. São Paulo: Cortez, 1998.
- CORE, J. A review of the empirical disclosure literature: discussion. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, n. 1-3, p. 441-456, 2001.
- CORICELLI, F.; DRIFFIELD, N.; PAL, S.; ROLAND, I. When does leverage hurt productivity growth? A firm-level analysis. **Journal of International Money and Finance**, v. 31, n. 6, p. 1674-1694, 2012.
- CORREA; C. A.; BASSO, L. F. C.; NAKAMURA, W. T. A estrutura de capital das maiores empresas brasileiras: análise empírica das teorias de pecking order e Tradeoff, usando panel data. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 14, n. 4, p. 106-133, 2013.

- DANG, V. A.; KIM, M.; SHIN, Y. Asymmetric adjustment toward optimal capital structure: Evidence from a crisis. **International Review of Financial Analysis**, v. 33, n. 5, p. 226-242, 2014.
- DEMSETZ, H.; VILLALONGA, B. Ownership structure and corporate performance. **Journal of Corporate Finance**, v. 7, n. 3, p. 209-233, 2001.
- DEANGELO, H.; MASULIS, R. Optimal capital structure under corporate and personal taxation. **Journal of Financial Economics**, v. 8, n. 1, p. 3-29, 1980.
- DHALIWAL, D.; LI, O. Z.; TSANG, A. Corporate social responsibility disclosure and the cost of equity capital: The roles of stakeholder orientation and financial transparency. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 33, n. 4, p. 328-355. 2014.
- DHALIWAL, D.; LI, O. Z.; TSANG, A.; YANG, Y. G. Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: the initiation of corporate social responsibility reporting. **The Accounting Review**, v. 86, n. 1, p. 59-100, 2011.
- DILLARD, J.; LAYZELL, D. An ongoing journey of corporate social responsibility. **Accounting Forum**, v. 38, n. 3, p. 212-226, 2014.
- DUDLEY, E. Capital structure and large investment projects. **Journal of Corporate Finance**, v. 18, n. 5, p. 1168-1192, 2012.
- DURAND, D. Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems in Measurement. In: NBER BOOKS. Conference on Research in Business Finance. New York: **National Bureau of Economic Research**, 1952.
- DURAND, D. The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment: comment. **The American Economic Review**, v. 49, n. 4, p. 639-655, 1959.
- FAUVER, L.; MCDONALD, M. B. Culture, agency costs, and governance: International evidence on capital structure. **Pacific-basin Finance Journal**, v. 34, n. 1, p.1-23, 2015.
- FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. **The Review of Financial Studies**, v.15, n.1, p. 1-33, 2002.
- FARNETI, F.; SIBONI, B. An analysis of the italian governmental guidelines and of the local governments practices for social reports. **Sustainability Accounting Management and Policy Journal**, v. 2, n. 1, p. 101-125, 2011.
- FERNANDEZ-FEIJOO, B.; ROMERO, S.; RUIZ, S. Commitment to corporate social responsibility measured through global reporting initiative reporting: factors affecting the behavior of companies. **Journal of Cleaner Production**, v. 81, n.1, p. 244-254, 2014.
- FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P.; SILVA, F. L.; CHAN, B. L. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Campus Elsevier, 2009.
- FIORDELISI, F.; MARQUÉS-IBÁÑEZ, D. Is bank default risk systematic? **Journal of Banking & Finance**, v. 37, n. 6, p. 2000-2010, 2013.

FISCHER, E. O.; HEINKEL, R.; ZECHNER, J. Dynamic capital structure choice: theory and tests. **The Journal of Finance**, v. 44, n. 1, p. 19-40, 1989.

FLANNERY, M. J.; RANGAN, K. P. Partial adjustment toward target capital structures. **Journal of Financial Economics**, v. 79, n. 3, p. 469-506, 2004.

FONSECA, A.; MCALLISTER, M. L.; FITZPATRICK, P. Sustainability reporting among mining corporations: a constructive critique of the GRI approach. **Journal of Cleaner Production**, v. 84, n. 1, p. 70-83, 2014.

FORTE, D.; BARROS, L. A.; NAKAMURA, W. T. Determinants of the capital structure of small and medium sized Brazilian enterprises. **Brazilian Administration Review**. v.10, n. 3, p. 347-369, 2013.

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

FRANK, M. Z.; GOYAL, V. K. Trade-off and pecking order theories of debt. **Social Science Research Network**, 2007. **Disponível**

em:<https://www.researchgate.net/profile/Murray_Frank/publication/228292012_Trade-Off_and_Pecking_Order_Theories_of_Debt/links/00b7d5261489dcd12e000000.pdf>.

Acessado em: 13 de agosto de 2015

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

GALBREATH, J.; SHUM, P. Do customer satisfaction and reputation mediate the CSR-FP link? Evidence from Australia. **Australian Journal of Management**, v. 37, n. 2, p.211-229, 2012.

GARRIGA, E.; MELE, D. Corporate social responsibility theories: Mapping the territory. **Journal of Business Ethics**, v. 53, n. 1, p. 51-71, 2004.

GHERARDI, L.; GUTHRIE, J.; FARNETI, F. Stand-alone sustainability reporting and the use of GRI in Italian Vodafone: a longitudinal analysis. *Procedia – Social and Behavioral Sciences*, v. 164, n. 1, p. 11-25, 2014.

GHOUL, S.; GUEDHAMI, O.; KWOK, C. C. Y.; MISHRA, D. R. Does corporate social responsibility affect the cost of capital? **Journal of Banking & Finance**, v. 35, n. 9, p. 2388-2406, 2011.

GIL, A. C. **Como elaborar Projetos de Pesquisa**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

GOMES, G. L.; LEAL, R. P. C. Determinantes da estrutura de capitais das empresas brasileiras com ações negociadas em bolsas de valores. **Coleção Coppead de Administração: Finanças Corporativas**. p. 42-57. 2001.

GOSS, A.; ROBERTS, G. S. The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans. **Journal of Banking & Finance**, v. 35, n. 7, p. 1794-1810, 2011.

GOYAL, V. K.; NOVA, A; ZANETTI, L. Capital Market access and financing of private firms. **International Review of Finance**, v. 11, n. 2, p. 155-179, 2011.

- GRAHAM, M.; MILLER, C. Disclosure of toxic releases in the United States. **Environment**, v. 43, n. 1, p. 9–19, 2001.
- GREENE, W. H. **Econometric Analysis**. 5. ed. Prentice Hall: New Jersey, 2003.
- GRI. **Sustainability reporting guidelines G3**. Amsterdam: Global Reporting Initiative. 2006.
- GUJARATI, D. **Econometria Básica**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.
- HAIR, J. F.; BLACK, B.; BABIN, B.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R.L. **Análise multivariada de dados**. Porto Alegre: Artmed, 2009.
- HARRIS, M.; RAVIV, A. The theory of capital structure. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 1, p. 297-355, 1991.
- HATZINIKOLAOU, D.; KATSIMBRIS, G. M.; NOULAS, A. G. Inflation uncertainty and capital structure: Evidence from a pooled sample of the Dow-Jones industrial firms. **International Review of Economics & Finance**, v. 11, n. 1, p. 45–55, 2002.
- HEALY, P. M.; PALEPU, K. G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, n. 1-3, p. 405-440, 2001.
- JANSSEN, C; SEN, S; BHATTACHARYA, C. Corporate crises in the age of corporate social responsibility. **Business Horizons**, v. 58, n. 2, p. 183-192, 2015
- JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. **American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 323-329, 1986.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- JOHNSTON, J.; DINARDO, J. **Métodos Econométricos**. 4. ed. Porto Alegre: McGraw-Hill, 2001.
- JONGHE, O.; DIEPSTRATEN, M.; SCHEPENS, G. Banks' size, scope and systemic risk: What role for conflicts of interest? **Journal of Banking & Finance**, v. 61, n. 1, p. 3-13, 2015.
- KARMA, O.; SANDER, P. The impact of financial leverage on risk of equity measured by loss-oriented risk measures: An option pricing approach. **European Journal of Operational Research**, v. 175, n. 3, p. 1340-1356, 2006.
- KATAGIRI, M. A macroeconomic approach to corporate capital structure. **Journal of Monetary Economics**, v. 66, n. 1, p. 79-94, 2014.
- KAYO, E. K.; KIMURA, H. Hierarchical determinants of capital structure. **Journal of Banking & Finance**, v. 35, n. 2, p. 358–371, 2011.
- KIM, E. H. A mean-variance theory of optimal capital structure and corporate debt capacity. **The Journal of Finance**, v. 33, n. 1, p. 45-63, 1978.

- KIM, J.; MA, M. L.; WANG, H. Financial development and the cost of equity capital: Evidence from China. **China Journal of Accounting Research**, v. 8, n. 4, p. 243-277, 2015.
- KOLK, A. Environmental reporting by multinationals from the triad: convergence of divergence? **Manage International Review**, v. 45, n. 1, p. 145–66, 2005.
- KOLK, A. Sustainability reporting. **VBA J**, v. 21, n. 3, p. 34–42, 2006.
- LI, X. The Sarbanes–Oxley act and cross-listed foreign private issuers. **Journal of Accounting And Economics**, v. 58, n. 1, p. 21-40, 2014.
- LI, Z. Lack of corporate social responsibility behind recent China accidents. 2005. **Disponível em:** <<http://www.worldwatch.org/node/3859>>. Acessado em: 31 de julho de 2015
- LOCAN, T. R.; CALDEIRA, J. F. Estrutura de capital, liquidez de caixa e valor da empresa: estudo de empresas brasileiras cotadas em bolsa. **Revista Contabilidade & Finanças – USP**, São Paulo, v. 25, n. 64, p. 46-59, 2014.
- LOHSE, T.; PASCALAU, R.; THOMANN, C. Public enforcement of securities market rules: Resource-based evidence from the Securities and Exchange Commission. **Journal of Economic Behavior & Organization**, v. 106, n. 1, p. 197-212, 2014.
- LOUIU, A.; SHARMA, Z. Environmental corporate social responsibility and financial performance: Disentangling direct and indirect effects. **Ecological Economics**, v.78, n. 1, p.100-111, 2012.
- LU, Y.; ABEYSEKERA, I. Stakeholders’ power, corporate characteristics, and social and environmental disclosure: evidence from China. **Journal of Cleaner Production**, v.64, p. 426-436, 2014
- LUMBY, S. **Investment appraisal and financing decisions: a first course in financial management**. 4 ed. Chapman & Hall, 1991.
- MACHADO, M. A. V.; TEMOCHE, C. A. R.; MACHADO, M. R. Determinantes da estrutura de capital das pequenas e médias empresas industriais da cidade de João Pessoa/PB. **Anais do 28º ENANPAD**, 2004.
- MACKENZIE, C.; REES, W.; RODIONOVA, T. Do responsible investment indices improve corporate social responsibility? Ftse4good's impact on environmental management. Corporate governance: **An International Review**, v. 21, n. 5, p. 495-512, 2013.
- MACKIE-MASON, J. K. Do taxes affect corporate financing decisions? **Working Paper**, n. 90-11. 1988. **Disponível em:** < <http://www.bus.umich.edu/otpr/papers/1990-11.PDF>>. Acessado em:28 de julho de 2015.
- MARIMON, F.; ALONSO-ALMEIDA, M. M.; RODRIGUEZ, M. P.; ALEJANDRO, K. A. C. The worldwide diffusion of the global reporting initiative: what is the point? **Journal of Cleaner Production**, v. 33, n. 1, p.132-144, 2012.
- MARTINS, H. C.; TERRA, P. R. S. Determinantes nacionais e setoriais da estrutura de capital na América Latina. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 18, n. 5, p. 577-597, 2014.

- MILLER, M. Debt and taxes. **The Journal of Finance**, v. 32, n. 2, p. 261-275 1977.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. The cost of capital, corporate finance and the theory of investment. **The American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. **The American Economic Review**, v. 53, n. 3, p. 433-443, 1963.
- MOTA, A. F.; COELHO, A. C. D.; HOLANDA, A. P. Opção por endividamento na estrutura de capital: evidências em firmas brasileiras. Contextus. **Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, v. 12, n. 1, p. 138-165, 2014.
- MYERS, S. C. Determinants of corporate borrowing. **Journal of Financial Economics**, v. 5, n. 2, p. 147-175. 1977.
- MYERS, S. C. The capital structure puzzle. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 574-592, 1984.
- MYERS, S. C. Capital Structure. **The Journal of Economic Perspectives**, v. 15, n. 2, p. 81-102, 2001.
- MYERS, S. C. Financing of corporations, cap. 4, v.1, p. 2015-253. 2003 In: G. Constantinides, M. Harris, and R. Stulz. **Handbook of the Economics of Finance: Corporate Finance**. Elsevier North Holland, 2003.
- 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
- NAKAMURA, W. T.; MARTIN, D. M. L.; FORTE, D.; CARVALHO FILHO, A. F.; COSTA, A. C. F.; AMARAL, A. C. Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro – análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003. **Revista Contabilidade & Finanças – USP**, v. 18, n. 44, p. 72-85, 2007.
- NICOLI JUNIOR, J.; FUNCHAL, B. O efeito da diversificação corporativa na estrutura de capital das firmas brasileiras. **Revista de Contabilidade e Finanças-USP**, v. 24, n. 62, p. 154-161, 2013.
- ÖZTEKIN, O. Capital Structure Decisions Around the World: Which Factors are Reliably Important? **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 50, n. 3, p. 301-323, 2015.
- ÖZTEKIN, O.; FLANNERY, M. J. Institutional determinants of capital structure adjustment speeds. **Journal Of Financial Economics**, v. 103, n. 1, p. 88-112, 2012.
- PALENBERG, M.; REINICKE W.; WITTE J. M. Trends in non-financial reporting. **Paper prepared for the United Nations Environment Programmes**, Division of Technology, Industry and Economics (DTIE).2006.
- PERINO, M. American corporate reform abroad: Sarbanes–Oxley and the foreign private issuer. **European Business Organization Law Review**, v. 4, n. 2, p. 213–244, 2003.

PEROBELLI, F. F. C.; FAMÁ, R. Determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 37, n. 3, p. 33-46, 2002.

PEROBELLI, F. F. C.; FAMÁ, R. Fatores Determinantes da Estrutura de Capital para Empresas Latino-Americanas. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 7, n. 1, p. 09–35, 2003.

PLEON. **Accounting for good: the Global stakeholder report 2005, the second world-wide survey on stakeholder attitudes to CSR reporting**, September 2005. Bonn: Pleon Kothes Klewes; 2005.

PORTAL, M. T.; ZANI, J.; SILVA, C. E. S. Fricções financeiras e a substituição entre fundos internos e externos em companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Contabilidade e Finanças-USP**, v. 23, n. 58, p. 19-32, 2012.

PÓVOA, A. C. S.; NAKAMURA, W. T. Relevância da estrutura da dívida para os determinantes da estrutura de capital: um estudo com dados em painel, **Revista Contemporânea de Contabilidade-UFSC**, v. 12, n. 25, p. 03-26, 2015.

PROCIANOY, J. L.; CASELANI, C. N. A emissão de ações como fonte de crescimento ou redutora do risco financeiro. **Revista de Administração de Empresas**, v. 32, n. 3, p. 70-81, 1997.

PINDYCK, R. S.; RUBINFELD, D. L. **Econometria – modelos e previsões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.

RAJAN, R. G.; ZINGALES, L. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. **The Journal of Finance**, v. 50, n. 5, p. 1421-1460, 1995.

ROCHA, C. A. **Fatores determinantes da estrutura de capital de pequenas e médias empresas de capital fechado: evidência empírica no cenário brasileiro no período de 2000 a 2007**. Dissertação de Mestrado em Administração, PUC-SP – São Paulo: O Autor, 2009.

ROCHA, F. D. **A estrutura de financiamento das empresas brasileiras de capital aberto: uma avaliação empírica de novas proposições teóricas**. Dissertação de Mestrado em Administração, CEPEAD-UFMG – Belo Horizonte: O Autor, 2007.

ROGERS, D.; SILVA, W. M.; NEDER, H. D.; SILVA, P. R. *Rating* de crédito e estrutura de capital: Evidências da América Latina. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 11, n. 3, p. 311-341. 2013.

ROSE, J. The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment: comment. **The American Economic Review**, v. 49, n. 4, p. 638-639, 1959.

SAEIDI, S. P.; SOFIAN, S.; SAEIDI, P.; SAEIDI, P. S.; SAEIDI, S. A. How does corporate social responsibility contribute to firm financial performance? The mediating role of competitive advantage, reputation, and customer satisfaction. **Journal of Business Research**, v. 68, n. 2, p. 341-350. 2015.

SELIGMAN, J. **The Transformation of Wall Street**. USA, Aspen. 3 ed., 2003.

SCOTT, J. A theory of optimal capital structure. **Bell Journal of Economics and Management Science**, v. 7, n. 1, p. 33-54. 1976,

SUSTAINABILITY. **Brazil e Country of Diversities and Inequalities**. SustainAbility, London. 2006.

TANG, L.; LI, H. Corporate social responsibility communication of Chinese and global corporations in China. **Public Relations Review**. v. 35, n. 3, p.199-212, 2009.

TEIXEIRA, E. A.; NOSSA, V.; FUNCHAL, B. O índice de sustentabilidade empresarial (ISE) e os impactos no endividamento e na percepção de risco. **Revista de Contabilidade & Finanças**, v. 22, n. 55, p. 29-44, 2011.

THIES, C. F.; KLOCK, M. S. Determinants of capital structure. **Review of Financial Economics**, v. 2, n. 1, p. 40-52, 1992.

TITMAN, S.; WESSELS, R. The Determinants of Capital Structure Choice. **The Journal of Finance**, v. 43, n. 1, p. 1-19, 1988.

TRISTÃO, P. A.; DUTRA, V. R. Fatores que influenciam na estrutura de capital das empresas listadas na BOVESPA. **Revista de Administração da UFSM**, v.5, n. 2, p. 309-320, 2012.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **FY 2014 Congressional Budget Justification**. U.S. Securities and Exchange Commission, 2013.

VALLE, M. R.; ALBANEZ, T. Juros altos, fontes de financiamento e estrutura de capital: o endividamento de empresas brasileiras no período 1997-2006. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 6, n. 16, p. 49-72, 2012.

VERGARA, S. C. **Projetos e Relatórios de Pesquisa em Administração**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

WALD, J. How firm characteristics affect capital structure: an international comparison. **Journal of Finance Research**, v. 22, p. 161-187, 1999.

WU, X.; YEUNG, C. K. A. Firm growth type and capital structure persistence. **Journal of Banking & Finance**, v. 36, n. 12, p.3427-3443. 2012.

ZHANG, G.; HAN, J.; PAN, Z.; HUANG, H. Economic policy uncertainty and capital structure choice: Evidence from China. **Economic Systems**, v. 39, n. 3, p.439-457, 2015.

APÊNDICE A – Lista de Empresas Brasileiras

Empresa	Ação	Bolsa	Setor
AmBev	ABEV	NYSE	Bebidas
Banco Bradesco	BBD	NYSE	Bancos
Banco Santander Brasil	BSBR	NYSE	Bancos
BrasilAgro	LND	NYSE	Construção de Imóveis
Braskem	BAK	NYSE	Químicos
BRF S.A.	BRFS	NYSE	Produtos Alimentícios
Centrais Elétricas Brasileiras (Electrobras)	EBR	NYSE	Eletricidade
Comp. Paranaense de Energia-COPEL	ELP	NYSE	Eletricidade
Companhia Brasileira de Distribuição-CBD	CBD	NYSE	Varejo de Comidas e Remédios
Companhia Energética de Minas Gerais-CEMIG	CIG	NYSE	Eletricidade
Companhia Siderúrgica Nacional-CSN	SID	NYSE	Indústria de Metal e Mineração
CPFL Energia	CPL	NYSE	Eletricidade
Embraer	ERJ	NYSE	Aeroespacial e Defesa
Fibria Celulose	FBR	NYSE	Papel
Gafisa	GFA	NYSE	Mercadoria Casa e lar
Gerdau	GGB	NYSE	Indústria de Metal e Mineração
Gol	GOL	NYSE	Viagem e Lazer
Itaú Unibanco	ITUB	NYSE	Bancos
Oi	OIBR	NYSE	Telefonia Fixa
Petróleo Brasileiro-Petrobras	PBR	NYSE	Petróleo e Gás
Sebsp	SBS	NYSE	Gás, H2O e Multiutilidade
Telefônica Brasil	VIV	NYSE	Telefonia Fixa
TIM Participações	TSU	NYSE	Telefonia Móvel
Ultrapar	UGP	NYSE	Gás, H2O e Multiutilidade
Vale	VALE	NYSE	Indústria de Metal e Mineração

APÊNDICE B – Listas de Empresas Chinesas

Empresa	Ação	Bolsa	Setor
58.com	WUBA	NYSE	Softwares e Serviços Computacionais
500.com	WBAI	NYSE	Produtos de Lazer
Acorn	ATV	NYSE	Varejo em Geral
Agria	GRO	NYSE	Produtos Alimentícios
Alibaba Group Holding Ltd	BABA	NYSE	Ecommerce
Aluminum Corporation of China	ACH	NYSE	Industria de Metal e Mineração
Autohome	ATHM	NYSE	Veículos e Peças
Bitauto	BITA	NYSE	Meios de Comunicação
Cheetah Mobile	CMCM	NYSE	Software
China Digital TV Holding	STV	NYSE	Equipamentos Elétricos e Eletrônicos
China Distance Education	DL	NYSE	Varejo em Geral
China Eastern Airlines	CEA	NYSE	Viagem e Lazer
China Seguros de Vida	LFC	NYSE	Seguros de Vida
China Ming Yang Wind Power Group Ltd	MY	NYSE	Energia Alternativa
China Mobile	CHL	NYSE	Telefonia Móvel
China National Offshore Oil-CNOOC	CEO	NYSE	Petróleo e Gás
China Nepstar Chain Drugstore	NPD	NYSE	Varejo de Comida e Remédios
China New Borun	BORN	NYSE	Bebidas
China Petroleum & Chemical	SNP	NYSE	Petróleo e Gás
China Southern Airlines	ZNH	NYSE	Viagem e Lazer
China Telecom	CHA	NYSE	Telefonia Fixa
China Unicom	CHU	NYSE	Telefonia Móvel
China Xiniya Fashion	XNY	NYSE	Bens Pessoais
China Zenix Auto International	ZX	NYSE	Veículos e Peças
Concord Medical Services	CCM	NYSE	Equipamentos e Serviços de Saúde
Country Style Cooking Restaurant	CCSC	NYSE	Viagem e Lazer
Daqo New Energy	DQ	NYSE	Químicos
E-Commerce China Dangdang	DANG	NYSE	Varejo em Geral
E-House (China)	EJ	NYSE	Construção de Imóveis
Guangshen Railway	GSH	NYSE	Viagem e Lazer
Huaneng Power International	HNP	NYSE	Eletricidade
IFM Investments	CTC	NYSE	Serviços Financeiros
iSoftStone	ISS	NYSE	Softwares e Serviços Computacionais
JinkoSolar	JKS	NYSE	Energia Alternativa
Jumei	JMEI	NYSE	Varejo em Geral
LDK Solar	LDK	NYSE	Energia Alternativa
Leju Holdings	LEJU	NYSE	Construção de Imóveis
Lentuo International	LAS	NYSE	Varejo em Geral
LightInTheBox	LITB	NYSE	Varejo em Geral
Mindray Medical International	MR	NYSE	Equipamentos e Serviços de Saúde

New Oriental Education & Technology	EDU	NYSE	Varejo em Geral
Noah Holdings	NOAH	NYSE	Serviços Financeiros
NQ Mobile	NQ	NYSE	Softwares e Serviços Computacionais
PetroChina	PTR	NYSE	Petróleo e Gás
Phoenix New Meios de Comunicação	FENG	NYSE	Meios de Comunicação
Qihoo 360 Technology	QIHU	NYSE	Softwares e Serviços Computacionais
ReneSola	SOL	NYSE	Energia Alternativa
Renren	RENN	NYSE	Varejo em Geral
Sinopec Shanghai Petrochemical	SHI	NYSE	Químicos
SouFun	SFUN	NYSE	Meios de Comunicação
TAL Education	XRS	NYSE	Varejo em Geral
Taomee Holdings	TAOM	NYSE	Produtos de Lazer
Trina Solar	TSL	NYSE	Energia Alternativa
Vipshop	VIPS	NYSE	Varejo em Geral
WSP Holdings	WH	NYSE	Petróleo e Gás
WuXi Pharmatech	WX	NYSE	Farmacêutico e Biotecnologia
Xinyuan Real Estate	XIN	NYSE	Construção de Imóveis
Xueda Education	XUE	NYSE	Varejo em Geral
Yanzhou Coal Mineração	YZC	NYSE	Mineração
Yingli Green Energy	YGE	NYSE	Energia Alternativa
Youku.com	YOKU	NYSE	Meios de Comunicação
Zhaopin LTD	ZPIN	NYSE	Software
Zuoan Fashion	ZA	NYSE	Bens Pessoais