

Estrutura de Capital e Concentração Acionária: Evidências em Companhias Abertas Brasileiras

SUSY NAIARA ALVES DA SILVA

Universidade Federal de Minas Gerais- UFMG

ROBERT ALDO IQUIAPAZA

Universidade Federal de Minas Gerais- UFMG

Resumo

Casos de escândalo envolvendo a fraca gestão de diversas empresas brasileiras e estrangeiras têm motivado o desenvolvimento de pesquisas que ressaltam a importância de se discutir a governança corporativa. De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2015), uma boa governança envolve não apenas a divulgação de informações obrigatórias, mas também a prestação de informes pertinentes, ainda que não-obrigatórios, para a tomada de decisão dos *stakeholders*, externos à entidade. Sendo assim, o presente artigo teve o objetivo de analisar o impacto da estrutura de propriedade na estrutura de capital das companhias abertas brasileiras. Para tanto, foram realizadas regressões múltiplas com dados em painel tendo como variável dependente o endividamento total e como variáveis independentes as informações financeiras que compõem a concentração acionária e as demais variáveis de controle. A amostra foi composta por 100 empresas listadas na BM&FBovespa, analisando-se o período de 2011 a 2015. As demonstrações financeiras coletadas da base de dados Economatica® e demais informações extraídas da base Comdinheiro permitiram a aplicação dos modelos econométricos. Os resultados mostram que as variáveis independentes apresentaram um nível de explicação significativo em relação aos níveis de endividamento, ao passo que a concentração de propriedade se apresentou com uma relação negativa e significativa com o endividamento total e o endividamento de longo prazo e com relação ao endividamento de curto prazo, o resultado não se mostrou significativo. Assim, não é possível a aceitação da hipótese de pesquisa testada, para a amostra selecionada e para o período de análise. No entanto, os resultados contribuem para a compreensão das relações entre a estrutura de propriedade e a estrutura de capital sob a ótica da teoria da agência.

Palavras chave: Estrutura de Propriedade, Estrutura de Capital, Governança Corporativa.

1. INTRODUÇÃO

A governança corporativa consiste em um conjunto de elementos atrelados ao controle e incentivos, os quais buscam contribuir para o alinhamento de interesses e objetivos de longo prazo entre as partes (gestores, acionistas, investidores, sociedade em geral). No Brasil, essa discussão se inicia a partir da década de 1990 e toma força anos mais tarde, após escândalos financeiros envolvendo grandes corporações.

Dentre as diversas abordagens no campo de finanças corporativas, a estrutura de capital e estrutura de propriedade são alguns dos mecanismos de institucionalização de boas práticas de governança que têm recebido atenção significativa na literatura e resultados inconclusivos. Com relação a estrutura de capital, os primeiros trabalhos tiveram início com Durand (1952) e Modigliani e Miller (1958). A ideia principal era de que uma empresa deve manter endividamento até que o custo médio do capital seja mínimo (Durand, 1952).

Por outro lado, Modigliani e Miller (1958) sugeriram que o valor de uma organização não depende da sua estrutura de capital em um mercado de capitais eficiente, isto é, excluía-se os impostos, custos de transação, custos de falência e os problemas relacionados à assimetria de informação. Contudo, mediante a diversos questionamentos, Modigliani e Miller (1963) perceberam que na estrutura de capital deve-se considerar a importância dos impostos e outros custos relacionados a dívida.

Desde então, diversas pesquisas têm demonstrado a complexidade da estrutura de capital e a falta de resultados conclusivos a respeito do nível ótimo de endividamento (Rajan & Zingales, 1995; Perobelli & Famá, 2001; Gaud *et al.* 2005; Nakamura *et al.*, 2007; Iquiapaza, Amaral & Araújo, 2008; Bastos & Nakamura, 2009; Sheikh & Wang, 2012; Sun *et al.*, 2015; Crisóstomo & Pinheiro, 2016). Myers (1984) assim como Titman e Wessels (1988) enfatizam ainda que não existe uma resposta unânime e definitiva capaz de demonstrar a estrutura de capital mais apropriada e que se estenda a todas as organizações.

Já a estrutura de propriedade implica na forma como ocorre o controle e a gestão da organização, considerando a relação entre os gestores e os acionistas. A partir da separação entre propriedade e gestão descrita por Berle e Means (1932), surgiam os problemas de agência, que são conflitos contratuais que descrevem a divergência de objetivos entre os donos do negócio (principal) e gestores (agentes), onde uma das consequências poderiam resultar na expropriação de riquezas por parte dos agentes. Além disso mencionam-se os custos de agência, referentes a perda de riquezas das organizações devido aos conflitos entre agentes e principais (Jensen & Meckling, 1976). Com isso, a governança corporativa e a estrutura de propriedade também podem influenciar no desempenho da entidade e na maximização de valor.

Morck, Shleifer e Vishny (1988) assim como Anderson, Mansi e Reeb (2003) tentaram encontrar quais os fatores que se relacionam a estrutura de capital, dentre eles, a estrutura de propriedade apresentada como um instrumento mitigador dos problemas de agência, que por sua vez, impactam o desempenho das empresas. Um dos argumentos é de que os gestores promovem sua própria riqueza, a partir das decisões de estrutura de capital, em que o endividamento é utilizado para disciplinar o comportamento de sobreinvestimento feito por estes. Ou seja, buscam-se os níveis de dívida como dispositivo para proteção de potenciais aquisições e demissões (Jensen, 1986; Friend & Lang, 1988; Stulz, 1988; Harris & Haviv, 1990; Berger, Ofek & Yermack, 1997; Bortoluzzo & Sanvicente, 2013).

Diante de tais constatações, o objetivo deste estudo é analisar a influência da concentração de propriedade na estrutura de capital das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa, tendo em vista que são poucos os estudos que relacionam estrutura de capital e estrutura de propriedade. Isso torna o presente estudo propício a oferecer contribuições para

a literatura com achados acerca desta temática, somando-se aos demais determinantes da estrutura de capital abordados em outras pesquisas. Além disso, destaca-se a inserção de outras variáveis no modelo econométrico proposto no tópico 3.3, com o objetivo de controlar os efeitos da correlação entre a estrutura de propriedade e os níveis de endividamento que não foram detectados em outros estudos, buscando-se um enriquecimento dos achados e uma expansão da análise empírica da temática em questão.

O presente artigo está dividido em quatro seções, além desta introdução. A segunda seção apresenta o aporte teórico que fundamenta esta pesquisa, a terceira e quarta seção abordam, respectivamente, a metodologia empregada na pesquisa e a análise dos dados. Na última seção, são apresentadas as considerações finais e as sugestões para pesquisas futuras.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

Nesta seção são apresentados os principais conceitos sobre governança corporativa, estrutura de propriedade e estrutura de capital, além da hipótese de pesquisa.

2.1 Governança corporativa

No ano de 1776, o economista Adam Smith iniciava a discussão acadêmica em torno da separação entre propriedade e controle das firmas. No entanto, e o tema foi testado empiricamente mais de um século mais tarde por, Berle e Means (1932). No artigo *The Modern Corporation and Private Property* os autores constataram que a dispersão da propriedade de empresas norte-americanas aumentaria a propensão dos gestores para agirem de acordo com seus interesses.

Esses resultados propiciaram o desenvolvimento da teoria da agência, na qual Jensen e Meckling (1976) pressupõem que a firma seria formada por ficções legais, especificamente por relações contratuais implícitas e explícitas, firmadas entre os indivíduos (Fama & Jensen, 1983). Segundo Jensen (1983), esses contratos mútuos entre os agentes, caracterizando as relações de mercado, são fundamentados dentro das firmas por sistemas contratuais que definem a “regra do jogo” organizacional.

Esta relação contratual é definida por Jensen e Meckling (1976) como relação de agência, em que o principal delega a outra pessoa (o agente), por meio de um contrato, a função de administrar a firma em seu nome. Entretanto, ocorre que existem interesses conflitantes entre esses indivíduos.

As discussões acerca da governança corporativa surgiram após os problemas de agência envolvendo proprietários e gestores das firmas, gerados pela separação entre propriedade e controle. Nesse sentido, com o objetivo de minimizar esses conflitos e a assimetria informacional tornou-se necessário assegurar ao proprietário e acionista que a empresa seja administrada de acordo com os interesses de ambas as partes, garantindo a transparência na disponibilidade de informações por parte da organização. Logo, a solução para o problema de agência seria o emprego de um conjunto de incentivos contratuais, bem como o monitoramento do agente.

No Brasil, o código de boas práticas de governança surgiu em 1999, por meio do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), associação sem fins lucrativos com a missão de disseminar as práticas de governança. Em 2002, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), um órgão regulamentador do mercado acionário publicou uma cartilha de boas práticas de governança voltadas para empresas de capital aberto.

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2015):

“Governança corporativa é um sistema pelo qual as empresas são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo as relações entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e demais partes interessadas. Com o objetivo de preservar e otimizar o valor econômico das entidades no longo prazo, foram estipulados alguns princípios para boas práticas de governança corporativa, entre elas a transparência, caracterizada por disponibilizar informações relevantes, mesmo que não sejam impostas por lei”.

Embasada nos conflitos de agência, a governança corporativa é composta por uma série de “restrições” que os agentes impõem a si mesmos, ou que os investidores impõem a eles a fim de reduzir a má alocação de recursos (Shleifer & Vishny, 1997). Tais “restrições” foram descritas por Denis e McConnell (2003) como um conjunto de mecanismos que incentivam o agente a tomar decisões de modo a maximizar o valor da firma para o principal. No presente artigo, portanto, assume essa definição, ressaltando que os mecanismos de GC são divididos em mecanismos internos e externos.

Com relação aos mecanismos externos de governança, destacam-se na literatura os que se originam fora da empresa e que auxiliam na garantia de que os gestores façam um trabalho transparente. Para Aguilera *et al.* (2015), os mecanismos externos são eficientes quando têm capacidade de influenciar diretamente a GC das empresas e os mecanismos internos, em outras palavras, os mecanismos externos ajudam a explicar parte do desempenho das empresas, quando esse não é explicado pelos mecanismos internos de governança. Estes mecanismos são: sistema legal, mercado para o controle corporativo, auditoria externa, agências de *rating*, ativismo dos *stakeholders* e mídia (Aguilera *et al.*, 2015).

Quanto aos mecanismos internos de governança corporativa consideram-se o conselho de administração e a estrutura de propriedade (Aguilera *et al.*, 2015). O conselho de administração demite, contrata, monitora e compensa os gestores, com vistas à maximizar o valor da firma (Morck, Shleifer, & Vishny, 1988). Contudo, na prática, essas ações não são tão claras, pois o presidente da empresa, muitas vezes, pertence ao conselho de administração da mesma. Com isso, o processo de escolha dos membros do conselho não é tão transparente, e a composição e as ações do conselho nem sempre são claras (Aguilera *et al.*, 2015; Denis & McConnell, 2003).

No que tange à estrutura de propriedade, evidencia-se que o controle e a propriedade são totalmente separados (Denis & McConnell, 2003). De acordo com Fama e Jensen (1983), muitas vezes, quem tem propriedade, tem também certo controle da organização, e vice-versa. Assim, um importante elemento desse mecanismo é identificar os integrantes dessa estrutura, a quantidade de ações que possui cada membro e a posição desses com relação à empresa.

Sobretudo, cabe mencionar que um dos focos deste estudo recai especificamente sobre a estrutura de propriedade. Jensen e Meckling (1976) afirmam que uma estrutura de propriedade concentrada pode propiciar maior desempenho, por deter maior poder de monitoramento das ações dos acionistas, incorrendo menores custos. Por outro lado, Denis e McConnell (2003) contrapõem essas afirmações dizendo que na medida em que os interesses dos gestores e dos acionistas não são totalmente alinhados, uma maior participação de capital pode fornecer aos gestores maior liberdade para perseguir seus próprios objetivos, sem medo de represálias, isto é, ele pode entrincheirar outros gestores. Assim, o efeito final da gestão de propriedade no valor da empresa depende do equilíbrio entre os efeitos de alinhamento e entrincheiramento dos gestores (Denis & McConnell, 2003).

Outro foco explorado nesta pesquisa recai sobre a estrutura de capital, assumindo-se as considerações de Myers e Majluf (1984) e Jensen (1986), de que as decisões de financiamento das empresas são influenciadas pelos objetivos, anseios e escolhas de seus gestores.

2.2 Estrutura de propriedade

A partir das constatações de Berle e Means (1932), diversos estudos se dedicaram a investigar a temática em questão, com destaque para o artigo elaborado por Jensen e Meckling (1976), o qual formulava as primeiras proposições que versavam a respeito do relacionamento de agência entre gestores e os proprietários da firma, em países onde a concentração acionária é dispersa, como Estados Unidos e Inglaterra. Por sua vez, La Porta, Lopes-de-Silanes e Shleifer (1999), apresentam evidências da predominância de modelos de estrutura de propriedade concentrada em países emergentes, como o Brasil e escassez de países com estrutura pulverizada, divergindo do que fora apresentado anteriormente. Nesse caso, os conflitos de agência ocorrem entre acionistas controladores e minoritários.

Em sua análise, Jensen e Meckling (1976) buscaram identificar os níveis máximo e mínimo dos custos de agência, atrelados aos benefícios supérfluos desfrutados pelo agente. Neste ponto, a literatura então reconhece a existência de vantagens e desvantagens com relação ao grau de concentração de propriedade das empresas. A presença de um acionista controlador pode algumas vezes trazer benefícios, pois, como o principal dispõe de um grande percentual de controle, os problemas de agência decorridos a partir do efeito *free rider* não existiriam (Shleifer & Vishny, 1986; Shleifer & Vishny, 1997; Denis & McConnell, 2003). Tais benefícios são conhecidos na literatura como “efeito incentivo”.

Em contrapartida, Shleifer e Vishny (1997) admitem que embora o controle excessivo seja eficiente, no sentido de mitigar os problemas de agência entre o principal e o agente, acionistas controladores possuem seus próprios interesses, e nem sempre coincidem com os objetivos dos demais acionistas. Surgem então os conflitos de agência que estão associados, principalmente, aos conflitos entre o acionista controlador e os minoritários (La Porta, Lopes-de-Silanes e Shleifer, 1999; Denis & McConnell, 2003). O efeito negativo gerado por esse conflito é conhecido como “efeito entrincheiramento”.

Para La Porta, Lopes-de-Silanes e Shleifer (1999), essas características da estrutura de propriedade são importantes quando a proteção legal não é capaz de garantir que os interesses do principal (s) sejam levados em consideração nas decisões tomadas pelo agente. Sendo assim, os mecanismos internos e externos funcionam em conjunto, e ambos se afetam (Aguilera *et al.*, 2015).

Sobre a regulamentação da governança corporativa, La Porta, Lopes-de-Silanes e Shleifer (1999) afirmam que o modelo de governança corporativa desenvolvido por Jensen e Meckling (1976), sob a perspectiva de contextos institucionais mais desenvolvidos que garantem maior aplicabilidade legal, por si só não é capaz de retratar a GC em diferentes conjunturas institucionais. Isso porque, de acordo com Shleifer e Vishny (1997), os mecanismos de governança são afetados pelo grau de proteção legal, bem como pela garantia da aplicabilidade das leis em defesa dos acionistas e credores.

Evidências empíricas sugeriram uma relação inversa entre o grau de proteção legal e o nível de concentração propriedade. Ou seja, países com baixa proteção legal são caracterizados por estruturas de propriedade altamente concentradas e mercados de ações menos desenvolvidos (La Porta *et al.*, 2002). Essa concentração tem o objetivo de equilibrar a ausência da proteção legal (La Porta *et al.*, 1997).

Além disso, muitas vezes esse controle é garantido por meio de estruturas indiretas de controle, tais como: participações cruzadas, pirâmides, formação de blocos mediante à acordos de acionistas e a emissão de dois tipos de ações (ordinárias e preferenciais) que separam o direito de controle e o direito sobre o fluxo de caixa (La Porta *et al.*, 1999).

Nesse sentido, os mecanismos de governança contribuem para mitigação da expropriação dos minoritários e dos problemas de agência, protegendo o interesse daqueles que detêm menor parcela do capital.

2.3 Estrutura de capital

Em termos de política de financiamento, a sua relação com o controle acionário desperta divergências na literatura. De um lado, conforme já mencionado, Jensen e Meckling (1976) dizem que uma estrutura de propriedade concentrada pode propiciar maior desempenho, por deter maior poder de monitoramento das ações dos acionistas, incorrendo menores custos. Portanto, a concentração de propriedade permitiria o alinhamento de interesses dos acionistas, minimizando os conflitos de agência.

Por outro lado, Denis e McConnell (2003) consideram que os grandes acionistas têm liberdade para agir somente de acordo com seus objetivos. Já Crisóstomo e Pinheiro (2016) dizem que a alta concentração de propriedade pode ter um efeito negativo sobre a emissão de ações por dois motivos principais: investidores têm menos interesse em arriscar-se no investimento em ações de empresas com um ou poucos acionistas controladores; e grandes acionistas são resistentes à perda de poder, que pode ocorrer com a emissão de ações.

Nesse caso, o desinteresse pelo financiamento via emissão de ações levam as empresas a utilizar o capital próprio, o que pode ser explicado pela teoria *pecking order*, na qual, as empresas optam pela hierarquização de suas fontes de financiamento, em que se deve recorrer primeiramente a financiamentos por meio de recursos internos, em seguida, ao endividamento e, por último, às emissões de ações, devido à ideia de que novas emissões de ações enfatizam um sinal negativo ao mercado quanto ao valor da firma (Crisóstomo, 2009; Crisóstomo & Pinheiro, 2016).

Discutida pioneiramente no estudo seminal de Myers (1984), a teoria *pecking order* defende que a empresa deve seguir uma hierarquia das fontes de financiamento, devido, entre outros aspectos, aos efeitos da assimetria informacional entre gestores e investidores, não tratando acerca de uma proporção ótima de financiamento.

Por outro lado, a empresa brasileira pode também recorrer à dívida por dois motivos: a insuficiência de recursos internos em montante suficiente para financiar o investimento; e até mesmo para maximizar o benefício tributário da dívida, adotando um comportamento *trade off* (Crisóstomo & Pinheiro, 2016). Conforme Silveira, Perobelli e Barros (2008), diferentes argumentos teóricos relacionados à estrutura de capital foram agrupados em campos concorrentes (*trade-off versus pecking order*). O primeiro reuniu as teorias que abordam os diversos custos e benefícios que estão ligados ao endividamento, como os custos de falência, custos de agência, benefícios fiscais e o efeito que o endividamento exerce sobre os gestores das empresas. Este conjunto de argumentos é a abordagem da teoria do *trade-off*, pois prevê que as empresas almejam uma estrutura de financiamento ótimo e que pondere as vantagens e desvantagens do endividamento.

Silva, Souto e Correia (2017) complementam que um tomador de decisão avalia os custos e benefícios dos planos de alavancagem, para que os custos e benefícios marginais sejam equilibrados, com uma estrutura de capital ótima de terceiros e capital próprio, maximizando e agregando valor a companhia. Nesse contexto, o endividamento corrobora na monitoração, promoção do alinhamento de interesses e da abertura ao financiamento por meio de capital de terceiros como afirmam alguns autores (Jensen, 1986), contribuindo com as explicações já mencionadas.

No mercado brasileiro, desde 2001, diversos setores se beneficiam de empréstimos e financiamentos, principalmente por parte do Banco Nacional do Desenvolvimento – BNDES,

surgindo assim, um novo e avançado modelo que tem por objetivo buscar atrair tanto capital público como privado (Siffert *et al.*, 2009). Além disso, Brito, Corrar e Batistella (2007) destacam que o crédito subsidiado proporcionado pelos Bancos de Desenvolvimento às grandes empresas propiciam maior endividamento com capital de terceiros alavancando a empresa, levando a um efeito positivo entre concentração de propriedade e endividamento (Sun, Ji *et al.*, 2015; Crisóstomo & Pinheiro, 2016).

Diante dos fatores característicos do mercado de capitais brasileiro, propõe-se a seguinte hipótese de pesquisa:

Hipótese 1: O nível de endividamento da empresa brasileira é influenciado positivamente pela concentração de propriedade.

Sob a ótica da teoria da agência e relacionando-se as questões de assimetria de informação que ocorre quando os acionistas controladores detêm maiores informações se comparados aos demais investidores, além do exposto anteriormente, considera-se neste estudo que o oportunismo de alguns gestores quanto ao financiamento de novos projetos os beneficiem, e que assim como Myers e Majluf (1984) e Jensen (1986), espera-se uma forte ligação entre a propriedade e as escolhas de financiamento. Um ponto importante é mencionado por Nakamura, *et al.* (2007), de que empresas de grande porte têm maior facilidade em solucionar problemas de assimetria de informação entre credores e devedores, devido ao custo de captação externa ser mais baixo, ter maior diversidade de negócios e reduzir o risco da organização. Isso ocorre porque as instituições financeiras exigem transparência nas informações contábeis, objetivando, assim, a mitigação da ocorrência da assimetria informacional.

Por outro lado, o financiamento por capital de terceiros pode se apresentar como um instrumento que reduz a probabilidade de subinvestimento, de monitoramento, além dos elevados níveis de endividamento corresponderem a um elevado risco de falência e sobrevivência da empresa (Silva, Souto & Correia, 2017).

3. METODOLOGIA

Esta seção apresenta os procedimentos metodológicos adotados para atingir o objetivo deste estudo, explicando a tipologia de pesquisa realizada na qual esta se enquadra; os critérios para definição da amostra e o método de coleta e de análise dos dados.

3.1 Tipologia de pesquisa

Quanto aos fins, esta pesquisa classifica-se como descritiva, visto que, segundo Gil (2010), tem por objetivo principal a descrição das características de determinada população ou amostra. No que tange a abordagem do problema, o presente estudo apresenta características quantitativas, pois há utilização de quantificação no tratamento dos dados por meio de técnicas estatísticas (Richardson, 1999). Com relação aos procedimentos técnicos, a coleta de dados foi realizada sob a forma de pesquisa documental, utilizando-se de fontes primárias, cujas informações não receberam tratamento analítico (Colauto & Beuren, 2013).

3.2 Amostra, coleta de dados e variáveis

O estudo envolve empresas listadas na BM&FBovespa. As informações financeiras necessárias para a mensuração das variáveis, bem como outras informações foram coletadas

nas bases de dados Economática® e Comdinheiro e as variáveis utilizadas para as análises apresentam-se na Figura 1.

Figura 1 – Variáveis utilizadas no estudo

Variáveis Dependentes	Definição Operacional	Referencial	
Endividamento Total Contábil	$\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo não Circulante} / \text{Ativo Circulante} + \text{Ativo não Circulante}$	Gaud <i>et al.</i> (2005), Nakamura <i>et al.</i> (2007); Bastos e Nakamura (2009); Sheikh e Wang (2012); Crisóstomo e Pinheiro (2016)	
Endividamento de Curto Prazo Contábil	$\text{Passivo Circulante} / \text{Ativo Circulante} + \text{Ativo não Circulante}$	Gaud <i>et al.</i> (2005), Nakamura <i>et al.</i> (2007); Bastos e Nakamura (2009); Sheikh e Wang (2012); Crisóstomo e Pinheiro (2016)	
Endividamento de Longo Prazo Contábil	$\text{Passivo não Circulante} / \text{Ativo Circulante} + \text{Ativo não Circulante}$	Gaud <i>et al.</i> (2005), Nakamura <i>et al.</i> (2007); Bastos e Nakamura (2009); Sheikh e Wang (2012); Crisóstomo e Pinheiro (2016)	
Variáveis Independentes	Definição Operacional	Sinal Esperado	Referencial
Propriedade	Percentual de ações em posse do maior acionista	+	Crisóstomo e Pinheiro (2016)
Q de Tobin	$\text{Ativo Total} - \text{Patrimônio Líquido} + \text{Valor de Mercado das Ações} / \text{Ativo Total}$	-	Rajan e Zingales (1995); Perobelli e Famá (2002); Iquiapaza <i>et al.</i> (2008)
ROA	$\text{Lucro Líquido} / \text{Ativo Circulante} + \text{Ativo não Circulante}$	-	Sheikh e Wang (2012); Mamede <i>et al.</i> (2017); Crisóstomo e Pinheiro (2016)
Tamanho	$\text{LN}(\text{Ativo Total})$	+	Perobelli e Famá (2002); Iquiapaza <i>et al.</i> (2008); Crisóstomo e Pinheiro (2016)
Tangibilidade	$\text{Imobilizado} + \text{Estoques} / \text{Ativo Total}$	+	Titman e Wessels (1988), Iquiapaza <i>et al.</i> (2008); Mamede <i>et al.</i> (2017); Crisóstomo e Pinheiro (2016)
Risco	$\text{Desvpad (EBTDA)} / \text{Ativo Total}$	-	Perobelli e Famá (2002); Iquiapaza <i>et al.</i> (2008); Bastos e Nakamura (2009); Costa Filho <i>et al.</i> (2016)
Investimentos	$\text{LN}(\text{Receita Operacional Líquida})$	+	Titman e Wessels (1988), Mamede <i>et al.</i> (2017)
Níveis de Governança Corporativa	Variável <i>dummy</i> , a qual recebe o valor 0, 1 e 2 quando a empresa pertence aos níveis 1, 2 e Novo Mercado, respectivamente.	N/D	-

Legenda: N/D = Sinal esperado não definido.

Fonte: Dados da pesquisa.

É importante mencionar que na delimitação da amostra, foram excluídas as empresas financeiras, haja vista que as informações contidas em seus demonstrativos contábeis não são comparáveis com as demais, e que a classificação contábil das empresas financeiras também

se difere das demais. Assim, uma análise em conjunto com este setor pode enviesar os resultados da pesquisa, denotando a peculiaridade do setor financeiro e de suas operações em relação aos outros setores. Também foram consideradas somente as firmas que disponibilizaram as informações necessárias para a construção das variáveis do estudo no período de análise, compreendendo o intervalo de 2011 a 2015. Dessa forma, na amostra é constituída de 100 firmas, totalizando 270 observações.

3.3 Modelo econométrico

De acordo com Hsiao (1986), por meio do modelo de dados em painel é possível o uso de um número maior de observações, o que aumenta o número de graus de liberdade e diminui a colinearidade entre as variáveis explicativas, proporcionando melhor qualidade na estimação dos parâmetros, sendo que com a extinção da multicolinearidade é mais fácil estabelecer um regressor individual que influencia a variável resposta.

Posteriormente à aplicação dos testes de diagnóstico de painel, prosseguiu-se com a aplicação do teste de normalidade de *Shapiro-Wilk*, com o objetivo de verificar se as observações das companhias abertas possuíam distribuição de retornos próximos da distribuição normal. O resultado do referido teste mostrou que os dados não apresentam uma distribuição normal. Segundo Gujarati e Porter (2011) o Teorema do Limite Central flexibiliza a pressuposição da distribuição normal dos dados para amostras grandes, não interferindo na consistência do modelo. Como foram analisadas 100 empresas ao longo de cinco anos, totalizando 270 observações, pode-se considerar que este resultado não afetará a qualidade dos resultados.

Em seguida, os resultados do teste de multicolinearidade mostraram que o valor para cada uma das variáveis, foi menor que 5, constatando-se que nenhuma das variáveis independentes explicou a mesma função do que outra. Com relação ao teste de autocorrelação de *Durbin-Watson*, o mesmo detectou a ausência do deste problema enquanto o teste de *White* detectou a presença de heterocedasticidade nos dados.

Devido ao exposto, na presença de heterocedasticidade, optou-se por seguir as recomendações de Hsiao (1986), Gujarati e Porter (2011) e Wooldridge (2006) utilizando-se um método alternativo de estimação de dados em painel, o modelo com heterocedasticidade corrigida. Após a coleta de informações mencionadas na seção 3.2, optou-se por utilizar uma adaptação Silva, Souto e Correia (2017) ao modelo sugerido por Crisostomo e Pinheiro (2015), com o qual buscou-se confirmar a hipótese proposta nesta pesquisa, a partir da equação 1:

$$END_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CON_{i,t} + \beta_2 TOBIN_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 TAM_{i,t} + \beta_5 TAN_{i,t} + \beta_6 RIS_{i,t} + \beta_7 INV_{i,t} + \beta_8 GC_{i,t} + \delta_t + \alpha_i + \mu_{it} \quad (1)$$

Em que, a *END* corresponde às variáveis dependentes: endividamento total, curto e longo prazo contábil; a *CON* corresponde à concentração de propriedade nas mãos do principal acionista com direito a voto, correspondendo a variável explicativa. Quanto às demais variáveis, *TOBIN* corresponde ao valor das organizações; *ROA* é o retorno sobre os ativos; o *TAM* é a *proxy* que demonstra o tamanho da empresa medida pelo logaritmo natural do ativo total; *TANG* significa a tangibilidade dos ativos, mensurada pelo quociente entre o ativo imobilizado e o Ativo Total; *RIS* corresponde ao risco percebido pelos investidores; *INV* corresponde ao *log* da receita operacional líquida e *GC* é uma variável binárias utilizadas para relacionar as empresas listadas nos diferentes níveis de governança.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nesta seção é apresentada a análise dos dados por meio da aplicação da estatística descritiva e da regressão com dados em painel, seguidas de discussões acerca dos resultados obtidos.

4.1 Análise descritiva dos resultados

A Tabela 1 apresenta a estatística descritiva de todas as variáveis selecionadas para análise. As médias de endividamento total, de longo prazo e de curto prazo são de 55,7%, 30,7% e 24,9%, respectivamente, com baixa dispersão como se observa pelos valores de coeficiente de variação.

A concentração acionária apresentou valor elevado no mercado brasileiro como a literatura tem destacado (La Porta, Lopes-de-Silanes & Shleifer, 1999; Crisóstomo, 2016). O maior acionista com voto detém, em média, 40,27% das ações ordinárias da empresa.

Tabela 1 - Estatística descritiva das variáveis de pesquisa

Variáveis	Média	Desvio-Padrão	Coefficiente de Variação	Mediana	Mínimo	Máximo
Endividamento Total	0,557	0,177	0,318	0,561	0,084	1,058
Endividamento de Longo Prazo	0,307	0,146	0,475	0,305	0,006	0,701
Endividamento de Curto Prazo	0,249	0,125	0,503	0,234	0,034	0,785
Concentração Acionária	40,274	22,155	0,550	39,220	3,418	98,800
Q de Tobin	0,108	0,060	0,558	0,097	0,000	0,375
Retorno dos Ativos	0,055	0,048	0,867	0,044	0,000	0,268
Tamanho	15,253	1,398	0,090	15,434	12,456	19,661
Tangibilidade	0,344	0,203	0,591	0,346	0,001	18,909
Risco	37,013	12,624	0,341	33,880	14,230	104,124
Investimentos	14,977	1,4143	0,094	14,905	9,889	18,909
Governança Corporativa	0,7200	0,4494	0,624	1,000	0,000	1,000

Fonte: Dados da pesquisa.

No que diz respeito às variáveis de controle, a Tabela 1 permite inferir que o grupo de empresas analisadas é composto por um grupo homogêneo de organizações quanto ao seu valor (Q de Tobin), rentabilidade do ativo, tamanho, tangibilidade, risco, oportunidade de investimentos e governança corporativa, visto que seu desvio-padrão foi menor que a média.

Ainda com relação à variável explicativa *Tamanho*, operacionalizada por meio do logaritmo neperiano do Ativo Total, ressalta-se que esta foi transformada desta maneira para evitar problemas de diferenças de escala. Isto pode ser observado por meio do desvio padrão reduzido, de aproximadamente 1,39 em torno da média dos dados.

4.2 Resultados do painel de dados

Para se alcançar o objetivo deste trabalho, testou-se a hipótese de que a concentração de propriedade está positivamente relacionada com os níveis de endividamento. As regressões estão dispostas na Tabela 2, 3 e 4.

O principal resultado que pode ser observado está relacionado à associação entre concentração de propriedade e o endividamento da organização. Sendo assim, observou-se uma relação negativa entre a concentração de capital com voto e o nível de endividamento

total e de longo prazo, enquanto não se observou relação significativa com o endividamento de curto prazo. Este resultado não corrobora com os obtidos por Friend e Lang (1988); Sun, *et al.* (2015) e Crisóstomo e Pinheiro (2016), que encontraram uma associação positiva entre alavancagem e a concentração acionária, sob o argumento de que a alavancagem visa o crescimento do ativo e do patrimônio líquido, auxiliando nas melhores decisões para a realização de financiamentos.

Friend e Lang (1988), realizaram uma pesquisa para determinar se as decisões de estrutura de capital são pelo menos em parte motivadas pelo interesse próprio do gerente, ou seja, os autores também esperavam uma relação positiva entre propriedade e endividamento. Contudo, os autores encontraram que a dívida é negativamente relacionada com a participação da administração, fazendo com que a firma mantenha um baixo índice de endividamento. Dessa forma, assim como Silva, Souto e Correia (2017), no presente estudo também foi encontrada relação negativa, sugerindo que no período analisado, e com a amostra selecionada, o aumento da concentração acionária acarretaria na redução do endividamento total e de longo prazo.

Esses resultados sugerem ainda, por exemplo, a preferência pela emissão de ações a ter que utilizar recursos internos (fluxo de caixa), apesar do elevado custo da dívida, o que contraria o comportamento *pecking order*. Ressalta-se que esta constatação é contrária a de Crisóstomo e Pinheiro (2016), os quais afirmam que na insuficiência de fluxo de caixa, o que é natural caso a empresa tenha projetos que requeiram muitos recursos, a mesma é obrigada a recorrer ao endividamento, o que pode ser uma realidade no Brasil. Ao usar a dívida, a empresa estará obtendo o benefício tributário como também, de acordo com a Teoria dos Custos de Agência, tendo um importante instrumento a mais para a realização da monitoração da direção da empresa.

Outra explicação para a relação negativa entre concentração acionária e o endividamento encontra respaldo nas considerações de Crisóstomo e Pinheiro (2016), de que o mercado pode não considerar muito positivo a excessiva concentração de poder que está associada a elevados benefícios privados de controle e a possibilidade de expropriação de acionistas minoritários, o que pode também ser feito com credores em mercados nos quais estes têm pouca proteção. O excesso de direitos de voto estreita as relações entre acionistas controladores de gestores, possibilitando a expropriação de acionistas minoritários e credores.

Os critérios de informação de Akaike (CIA) e de Schwatz (CIS) foram aplicados em todos os modelos visando minimizar a soma dos quadrados dos resíduos. Ambos impõem penalidades a adição de regressores, sendo que a punição do CIS considerada maior do que a do CIA. Para esses critérios, os resultados apresentaram valores altos e considerados aceitáveis. Ademais, os valores obtidos tanto para o coeficiente de determinação da regressão R^2 quanto para o coeficiente de determinação da regressão R^2 -ajustado, expressos nas Tabelas 2, 3 e 4 de acordo com o teste F, mostraram que as variáveis independentes conseguem explicar conjuntamente as variáveis dependentes.

Com relação às variáveis de controle, o efeito negativo da rentabilidade sobre o endividamento total e de longo prazo estaria corroborando com a propensão ao comportamento *pecking order* da companhia. Isto sugere que as empresas não dependem tanto de financiamento externo e estariam priorizando o uso de fluxo de caixa para financiar seus investimentos. O efeito contrário, porém não significativo ocorre relativamente ao endividamento de curto prazo (Tabela 4), contrariando assim, essa teoria.

Entretanto, cabe mencionar que apesar de cumprir com o sinal esperado, a relação negativa e significativa da rentabilidade com o endividamento total e de longo prazo contábil também contraria o fato de que as empresas mais rentáveis são mais propensas a terem alta carga tributária e baixo risco de falência (Rajan & Zingales, 1995). Sendo assim, seria

esperado pela teoria *trade off* que as empresas mais rentáveis possuíssem altas dívidas de longo prazo e total, e isso ajudaria a diminuir práticas discricionárias da gestão (Jensen & Meckling, 1976).

Tabela 2 - Regressão com Heteroscedasticidade corrigida para a concentração acionária em relação ao endividamento total

Variáveis	Coefficiente	Erro Padrão	Razão -t	p-valor
Concentração Acionária	-0,0010	0,0004	-2,336	0,0203**
Retorno sobre o Ativo	-1,7697	0,2700	-6,554	0,0001***
Tamanho	-0,0102	0,0154	-0,663	0,5073
Tangibilidade	0,0888	0,0429	2,068	0,0396**
Q de Tobin	0,6149	0,2196	2,799	0,0055***
Investimentos	0,0763	0,0156	4,892	0,0001***
Risco	0,0020	0,0009	2,201	0,0286**
GC	0,0891	0,0253	3,525	0,0005***
Constante	-0,5369	0,1308	-4,104	0,0001***

Estatísticas baseadas nos dados ponderados			
Soma dos quadrados dos resíduos	960,8112	E.P. da regressão	1,918663
R ²	0,420383	R ² ajustado	0,402617
F(8,261)	23,66216	P-valor (F)	3,66e-27
Log da verossimilhança	-554,4765	Critério de Akaike	1126,953
Critério de Schwarz	1159,339	Critério Hannan-Quinn	1139,958
Observações	270		

Nota: *a relação é significativa no nível 0,01; **a relação é significativa no nível 0,05; ***A relação é significativa no nível 0,10.

Fonte: Dados da pesquisa.

O efeito positivo do tamanho da empresa pôde ser verificado somente para a variável dependente endividamento de longo prazo (Tabela 3), como previsto teoricamente. Isso comprova que empresas maiores parecem ter maiores propensões à dívida de longo prazo, seja por sua história e reputação no mercado (Crisóstomo & Pinheiro, 2016). Este resultado sugere ainda que empresas de grande porte buscam com maior frequência dívidas de longo prazo, corroborando com a Teoria *Trade off*. Por outro lado, este índice apresentou relação negativa para o endividamento de curto prazo, sinalizando que empresas brasileiras de capital aberto maiores são menos propensas a contraírem endividamento de curto prazo, conforme descrevem Rajan e Zingales (1995). Empresas grandes, têm sistemas de gestão complexos, o que pode elevar os custos de assimetria de informações, acarretando em maiores problemas para se conseguir levantar um financiamento externo. Nesse caso, a alternativa seria a utilização de recursos próprios.

Quanto ao endividamento total, os dados negativamente insignificantes contrariam a teoria do *trade off*, de que empresas maiores possuem maior facilidade em obter recursos financeiros externos, visto que possuem um menor risco e probabilidade de falência (Bastos & Nakamura, 2009).

A tangibilidade, por sua vez, se mostrou positivamente relacionada ao endividamento total e de curto prazo. Tais evidências, à luz da teoria *trade off*, refletem que, as empresas com altos níveis de ativos tangíveis são menos propensas à inadimplência e assumem relativamente mais dívidas de curto prazo (Rajan & Zingales, 1995). Com relação à *Pecking Order Theory*, as organizações quanto à composição de seus ativos tangíveis exercem uma forte influência nos níveis de endividamento, assim são menos propensas a problemas de informação assimétrica e, portanto, menos propensas a emitir dívida de longo prazo (Myers, 1984).

Tabela 3 - Regressão com Heteroscedasticidade corrigida para a concentração acionária em relação ao endividamento de longo prazo

Variáveis	Coefficiente	Erro Padrão	Razão -t	p-valor
Concentração Acionária	-0,0011	0,0002	-4,296	0,0001***
Retorno sobre o Ativo	-1,9250	0,1752	-10,98	0,0001***
Tamanho	0,0884	0,0108	8,147	0,0001***
Tangibilidade	-0,0111	0,0290	-0,383	0,7021
Q de Tobin	1,2631	0,1453	8,689	0,0001***
Investimentos	-0,0298	0,0117	-2,546	0,0115***
Risco	0,0012	0,0005	2,293	0,0226**
GC	0,0455	0,0150	3,026	0,0027***
Constante	-0,6838	0,0899	-7,599	0,0001***
Estatísticas baseadas nos dados ponderados				
Soma dos quadrados dos resíduos	853,8035	E.P. da regressão	1,808667	
R ²	0,641264	R ² ajustado	0,630268	
F(8,261)	58,31933	P-valor (F)	8,19e-54	
Log da verosimilhança	-538,5361	Critério de Akaike	1095,072	
Critério de Schwarz	1127,458	Critério Hannan-Quinn	1108,077	
Observações	270			

Nota: *a relação é significativa no nível 0,01; **a relação é significativa no nível 0,05; ***A relação é significativa no nível 0,10.

Fonte: Dados da pesquisa.

As variáveis endividamento total e endividamento de longo prazo apresentaram níveis nominais significativos para a variável explicativa Q de Tobin. O sinal dessa variável explicativa sugere a influência positiva do valor de mercado para esses níveis de endividamento, ao contrário do endividamento de curto prazo. Tal resultado corrobora a teoria *trade off*, ou seja, o potencial de crescimento da empresa faz com que estas almejem um determinado alvo de endividamento que possa refletir o ponto de equilíbrio entre os benefícios do uso da dívida contra os prováveis custos que possam surgir das dificuldades financeiras (Myers, 2003).

A variável investimento indicou relação positiva e significante para os níveis de endividamento total e de curto prazo e relação significativamente negativa com o endividamento de longo prazo. Mamede *et al.* (2017) também obtiveram um coeficiente positivo dessa variável com o endividamento total contábil, porém não significativo. Vale salientar aspectos da teoria *trade off* (Jensen, 1986) para a composição do capital da empresa pela disponibilidade de fluxo de caixa para se realizar investimentos.

Já para o fator *risco*, observou-se uma relação positiva e significativa com todos os níveis de endividamento, contrariando o sinal que também foi esperado no estudo de Costa Filho *et al.* (2016).

A variável GC foi operacionalizada no formato *dummy*, assumindo os valores 0,1 e 2 para companhias listadas nos segmentos 1, 2 e Novo Mercado. Desse modo, pode-se fazer a seguinte leitura: com base no resultado dos modelos econométricos apresentados nas Tabelas 2, 3 e 4, as empresas listadas nos Níveis 1, 2 e Novo Mercado possuem relações positivas com endividamento. Tais observações sugerem que, além do acesso a recursos de terceiros ser maior, para essas empresas, que são reconhecidas pelas boas práticas de governança, fica mais fácil captar recursos com prazos maiores, além de outros privilégios cedidos pelas instituições financeiras. Estas evidências contrariam os resultados empíricos encontrados por Costa Filho *et al.* (2016), os quais encontraram evidências de que melhores práticas de governança refletem menores níveis de endividamento.

Tabela 4 - Regressão com Heteroscedasticidade corrigida para a concentração acionária em relação ao endividamento de curto prazo

Variáveis	Coefficiente	Erro Padrão	Razão -t	p-valor
Concentração Acionária	8,67572e-05	0,0002	0,390	0,6963
Retorno sobre o Ativo	0,1770	0,1690	1,047	0,2960
Tamanho	-0,1074	0,0087	-12,27	0,0001***
Tangibilidade	0,0512	0,0241	2,123	0,0347**
Q de Tobin	-0,4956	0,1429	-3,467	0,0006***
Investimentos	0,1162	0,0095	12,17	0,0001***
Risco	0,0015	0,0004	3,179	0,0017***
GC	0,0245	0,0116	2,113	0,0356***
Constante	0,1113	0,0698	1,595	0,1120**
Estatísticas baseadas nos dados ponderados				
Soma dos quadrados dos resíduos	886,0033	E.P. da regressão	1,842457	
R ²	0,420792	R ² ajustado	0,403039	
F(8,261)	23,70196	P-valor (F)	3,34e-27	
Log da verossimilhança	-543,5337	Critério de Akaike	1105,067	
Critério de Schwarz	1137,453	Critério Hannan-Quinn	1118,072	
Observações	270			

Nota: *a relação é significativa no nível 0,01; **a relação é significativa no nível 0,05; ***A relação é significativa no nível 0,10.

Fonte: Dados da pesquisa.

Pelos resultados demonstrados nas Tabelas 2, 3 e 4, pode-se inferir que para empresas abertas brasileiras listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa no período de 2011 a 2015, existe uma relação significativa entre concentração acionária e os níveis de endividamento total e de longo prazo, lembrando os aspectos da Teoria *pecking order* relacionada ao comportamento dos gestores (Crisóstomo & Pinheiro, 2016) e as premissas da teoria *trade off*, que versam sobre as disponibilidades de fluxo de caixa e as decisões de estrutura de capital (Jensen, 1986).

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste estudo foi a analisar as relações entre a concentração acionária e a estrutura de capital das empresas listadas na BM&FBovespa nos anos de 2011 a 2015 sob a ótica da teoria da agência, a qual trata dos conflitos entre acionistas e investidores, no caso brasileiro.

Pelos resultados obtidos, pode-se perceber que a concentração de propriedade influenciou de maneira negativa nos níveis de endividamento total e de longo prazo, não confirmando a hipótese testada neste estudo. À luz das principais teorias de estrutura de capital, tais resultados sugerem que as companhias evitariam o endividamento diante da concentração de propriedade.

Vale ressaltar que a amostra se compôs de empresas não financeiras listadas em pelo menos um dos níveis diferenciados de governança corporativa (nível 1, 2 e Novo Mercado) criados pela BM&FBovespa em 2001, os quais são definidos por requisitos que devem ser cumpridos com o intuito de se enquadrar a um segmento de listagem específico, ou seja, de forma voluntária as empresas deverão optar pelo segmento de interesse e a partir daí seguir os requisitos específicos definidos por nível. Todos os segmentos trazem normas rígidas regras de governança corporativa, que vão além dos compromissos que as companhias têm perante a Lei das Sociedades por Ações (Lei das S. As.). Tal rigidez tem o objetivo de melhorar a

avaliação das companhias que aderem, voluntariamente, a esses segmentos diferenciados de listagem.

Dessa forma, uma possível explicação para esta influência negativa da concentração acionária sobre o endividamento seria a percepção de que o excesso de direitos de voto aproxima acionistas controladores de gestores, e estes por sua vez, tenderiam a agir somente de acordo com seus interesses, possibilitando a expropriação de acionistas minoritários e credores. Uma explicação alternativa poderia ser de que estas companhias, comprometidas com as boas práticas de governança estariam dispostas a atrair mais investidores por meio de emissão de ações, o que vai contra a aversão de perda de poder na empresa por parte de grandes acionistas controladores. Nesse contexto, segue-se um comportamento *trade off*, quando se recorre à alavancagem por meio de capital de terceiros no intuito de monitorar as possíveis ações oportunistas dos gestores, mitigando os conflitos de agência e minimizando os custos, normalmente mais presentes em empresas menos concentradas.

Em última análise, pode-se considerar sobre as premissas da *Pecking Order Theory* de que as empresas analisadas estariam utilizando capital próprio e, quando indisponível, optam pelo financiamento dos projetos por meio de capital de terceiros.

Adicionalmente, destaca-se a influência positiva do tamanho da empresa sobre o endividamento de longo prazo, confirmando proposições teóricas associadas à reputação da empresa e disponibilidade de garantias (*collateral*) (Crisóstomo & Pinheiro, 2016). Contudo, este efeito se inverte, passando a ser negativo para o endividamento de curto prazo, sinalizando a menor necessidade de empresas maiores contraírem dívida de curto prazo, provavelmente pela elevada disponibilidade de fluxo de caixa. Outro resultado a ser indicado é a forte tendência do grau de disponibilidade de ativos favorecerem o endividamento total e de curto prazo, conforme previsto teoricamente.

O efeito negativo da rentabilidade sobre o endividamento é uma indicação de que em alguns momentos, as companhias brasileiras também estariam utilizando os lucros retidos para se manter, o que está de acordo com a teoria *pecking order*. Um exemplo de adoção dessa estratégia seria mediante a possíveis restrições financeiras. Entretanto, a mais elevada utilização de dívida por empresas com mais elevada concentração de propriedade não pode então ser explicada por este conjunto de fatores. De maneira geral, pode-se afirmar que em caso de insuficiência do fluxo de caixa, as companhias recorrem tanto ao uso da dívida, quanto pelo financiamento por emissão de ações, apesar do custo desta última opção ser o mais elevado.

Com isso, os resultados obtidos neste estudo contribuem adicionalmente no que diz respeito a compreensão da relação da estrutura de propriedade e alguns determinantes da estrutura de capital no contexto da teoria da agência. No entanto, tendo em vista as limitações encontradas no desenvolvimento deste trabalho, sugere-se para futuros estudos a análise de uma amostra maior em outro horizonte de tempo, a inserção de outras formas de propriedade bem como a utilização de diferentes modelos econométricos que verifiquem a influência da concentração acionária na estrutura de capital.

REFERÊNCIAS

- Aguilera, R. V., Desender, K., Bednar, M. K., & Lee, J. H. (2015). Connecting the Dots bringing external corporate governance into the corporate governance puzzle. *The Academy of Management Annals*, 9(1), 483-573. DOI:<https://doi.org/10.1080/19416520.2015.1024503>.
- Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics*, 68(2), pp. 263-285.

- Bastos, D. D., & Nakamura, W. T. (2009). Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período 2001-2006. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(50), 75-94.
- Berger, P. G., Ofek, E., & Yermack, D. L. (1997). Managerial entrenchment and capital structure decisions. *The Journal of Finance*, 52(4), pp. 1411-1438.
- Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). *The modern corporation and private property*, pp. 204-5.
- Brito, G. A. S.; Corrar, L. J.; & Batistella, F. (2007). Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, USP, São Paulo, 43, pp. 9-19.
- Bortoluzzo, A. B., & Sanvicente, A. Z. (2013). Agency Costs, Capital Structure Decisions and the Interaction with Payout Decisions: Empirical Evidence from Brazil. *Trabalho apresentado no Encontro da Associação Nacional de Programas de Pós-graduação em Administração (ENANPAD)*, Rio de Janeiro.
- Bovespa– *Segmentos de Listagem*. Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem>>. Acesso em 25 de jan. 2019.
- Colauto, R. D., & Beuren, I. M. (2013). Bases de mensuração de ativos e passivos: análise de correspondência dos anos de 2006 e 2010. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 32(1).
- Costa Filho, J. C. B., Junior, D. B. C. V., Domingos, S. R. M., & Ponte, V. M. R. (2016). Endividamento e qualidade da governança corporativa nas companhias listadas na BM&FBovespa. *Revista de Contabilidade da UFBA*, 10(3), 41-62.
- Crisóstomo, V. L. (2009). Dificuldades das empresas brasileiras para financiar seus investimentos em capital físico e em inovação. *Revista de Economia Contemporânea*, 13(2), pp. 259-280.
- Crisóstomo, V. L., & Pinheiro, B. G. (2016). Estrutura de Capital e Concentração de Propriedade da Empresa Brasileira. *Revista de Finanças Aplicadas*, 4(1), pp. 1-30.
- Friend, I., & Lang, L. H. (1988). An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure. *The Journal of Finance*, 43(2), pp. 271-281.
- Gaud, P., Jani, E., Hoesli, M., & Bender, A. (2005). The capital structure of Swiss companies: an empirical analysis using dynamic panel data. *European Financial Management*, 11(1), 51-69.
- Gil, A. C. (2010). *Métodos e técnicas de pesquisa social*. Atlas.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2011). *Econometria Básica*, 5. Amgh Editora.
- Harris, M., & Raviv, A. (1990). Capital structure and the informational role of debt. *The Journal of Finance*, 45(2), pp. 321-349.
- Hsiao, C. (2014). *Analysis of panel data*, 54. Cambridge University Press.
- Iquiapaza, R. A., Amaral, H. F., & De Araújo, M. D. S. B. (2008). Testando as previsões da Pecking Order Theory no financiamento das empresas brasileiras: uma nova metodologia. *Revista de Administração Mackenzie (Mackenzie Management Review)*, 9(3).
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2015). Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. (5. ed.). São Paulo: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Recuperado em 20 fevereiro, 2019 de <<http://www.ibgc.org.br/>>.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp. 305-360.
- Jensen, M. C. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2).

- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). Legal determinants of external finance. *The Journal of Finance*, 52(3), 1131-1150.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2), 471-517.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2002). Investor protection and corporate valuation. *The journal of finance*, 57(3), 1147-1170.
- Mamede, S. D. P. N., Nakamura, W. T., Nakamura, E. A. M. V., Jones, G. D. C., & Jardim, J. R. D. P. S. (2017). Empresas brasileiras estatais e não estatais: uma análise das relações de endividamento. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 5(2), 4-22.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), pp. 261-297.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 293-315.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), pp. 187-221.
- Myers, S. C. (2003). Financing of corporations. In: *Handbook of the Economics of Finance* (Vol. 1, pp. 215-253). Elsevier.
- Nakamura, W. T., Martin, D. M. L., Forte, D., de Carvalho Filho, A. F., da Costa, A. C. F., & do Amaral, A. C. (2007). Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro: análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18(44), 72-85.
- Perobelli, F.; & Famá, R. (2001). Determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto brasileira. *Revista de Administração*, 33-46.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.
- Richardson, M. (1999). *Fundamentos da metodologia científica*. São Paulo.
- Sheikh, A. N., & Wang, Z. (2012). Effects of corporate governance on capital structure: empirical evidence from Pakistan. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 12(5), 629-641.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of political economy*, 94(3, Part 1), 461-488.
- Shleifer, A., & Vishny, RW (1997). Uma pesquisa de governança corporativa. *A Revista das Finanças*, 52 (2), 737-783.
- Siffert Filho, N. F., Alonso, L. D. A., Chagas, E. B. D., Szuster, F. R., & Sussekind, C. S. (2009). O papel do BNDES na expansão do setor elétrico nacional e o mecanismo de Project Finance. BNDES Setorial, Rio de Janeiro, (29), pp. 3-36.
- Silva, V. M.; Souto, L. C. C.; & Correia, T. S. (2017, julho). Estrutura de propriedade e estrutura de capital: análise das empresas de energia elétrica da BM&FBovespa. In: *USP International Conference in Accounting*, São Paulo, SP, Brasil, 17.
- Silveira, A. D. M., Perobelli, F. F. C., & de Campos Barros, L. A. B. (2008). Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. *RAC-Revista de Administração Contemporânea*, 12(3), 763-789.
- Sun, J., Ding, L., Guo, J. M., & Li, Y. (2015). Ownership, capital structure and financing decision: Evidence from the UK. *The British Accounting Review*.
- Stulz, R. (1988). Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 25-54.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1-19.

Wooldridge, J. M. (2006). *Introdução à econometria: uma abordagem moderna*. Pioneira Thomson Learning.