



ESTRUTURA DE CAPITAL E CONCENTRAÇÃO DE PROPRIEDADE DA EMPRESA BRASILEIRA

CAPITAL STRUCTURE AND OWNERSHIP CONCENTRATION OF THE BRAZILIAN FIRM

Vicente Lima Crisóstomo

Doutor em Nuevas Tendencias en Dirección de Empresas, Universidad de
Valladolid, Espanha.
Professor da Universidade Federal do Ceará, UFC.
vicentelc@gmail.com

Bruno Goes Pinheiro

Mestrando em Administração e Controladoria pela UFC.
Analista do Banco do Nordeste do Brasil, BNB.
brunogoesp@gmail.com

Uma versão deste artigo foi apresentada no XVIII Semead(2015) e selecionada para o processo de avaliação fast-track na RFA.

Os autores agradecem as importantes sugestões apresentadas pelos avaliadores do SEMEAD 2015 e do corpo editorial da Revista de Finanças Aplicadas. Vicente Lima Crisóstomo agradece o apoio do CNPq (Projeto 477343/2013-9 — Universal 14/2013).

Recebido em 12/12/2015
Aprovado em 20/01/2016
Disponibilizado 06/02/2016
Avaliado pelo sistema <i>double blind review</i>

ESTRUTURA DE CAPITAL E CONCENTRAÇÃO DE PROPRIEDADE DA EMPRESA BRASILEIRA

OBJETIVO

O objetivo deste trabalho é analisar, sob o enfoque dos conflitos de agência, se a concentração de propriedade tem efeitos na estrutura de capital da empresa.

METODOLOGIA

Para um painel de dados não balanceado, composto por 2.324 observações anuais de 266 empresas não financeiras cotadas na BM&FBovespa, no período 1996-2012, foram estimados modelos pelo método generalizado de momentos (GMM) que têm como variável dependente o endividamento da empresa e como variáveis independentes a concentração de propriedade e outros fatores apontados por diferentes teorias como capazes de interferir na capacidade de endividamento da empresa.

RESULTADOS E CONCLUSÕES

Os resultados indicam que, de fato, a concentração de propriedade favorece o endividamento. Esta realidade pode ser devida a algumas possíveis razões: a insuficiência de fluxo de caixa para financiar os projetos de investimento, o fato de grandes acionistas resistirem à emissão de ações devido à ameaça de perda de poder, a dificuldade de emissão de ações por empresas com propriedade altamente concentrada, a maximização do benefício tributário da dívida, ou ainda a influência do aspecto reputação de grandes acionistas controladores no relacionamento com o mercado de crédito. Também se observa um efeito quadrático inverso da concentração de propriedade, o que indica que a concentração tem um efeito positivo até certo limite, a partir do qual o excesso de concentração prejudica a capacidade de financiamento por dívida. Adicionalmente, foi detectado o efeito positivo do tamanho da empresa e do grau de tangibilidade da mesma sobre o endividamento da empresa, conforme previsto teoricamente. Por outro lado, a rentabilidade apresenta efeito negativo sobre o endividamento, sendo uma indicação de que a empresa brasileira estaria utilizando lucro retido para financiar-se, o que é indicativo de um comportamento pecking order.

IMPLICAÇÕES PRÁTICAS

O trabalho apresenta uma contribuição adicional para a compreensão da estrutura de capital da empresa ao prover evidência no contexto do enfoque de conflitos agência. Efetivamente, a concentração de propriedade parece ter um papel que favorece o financiamento do investimento através de dívida no Brasil.

PALAVRAS-CHAVE

Estrutura de Capital, Concentração de Propriedade, Brasil.

CAPITAL STRUCTURE AND OWNERSHIP CONCENTRATION OF THE BRAZILIAN FIRM

OBJECTIVE

The objective of this study is to analyze, under the agency conflicts theoretical framework, whether the ownership concentration has effects on the firm's capital structure.

METHODOLOGY

For an unbalanced data panel of 2,324 firm-year observations relative to 266 non-financial firms listed on the BM&FBovespa, in the period 1996-2012, models were estimated by generalized method of moments (GMM) in which firm debt is the dependent variable and ownership concentration is the explanatory variable, together with other factors pointed out by different theories as able to moderate debt.

RESULTS AND CONCLUSIONS

The results indicate that, in fact, ownership concentration favors debt due to some possible reasons: the insufficient cash flow to finance investment projects, the fact that large shareholders resist to stock issue due to the threat of losing power, the difficulty of stock issue by firms with highly concentrated ownership, maximizing debt tax benefit, or even the influence of large controlling shareholders reputation in the relation with the funding market. An inverse U-shaped relation of ownership concentration over debt has also been documented, which signals that ownership concentration has a positive effect to a limited extent, from which excess ownership concentration adversely affects debt financing capacity. Additionally, a positive effect of firm size and tangibility on debt has been detected as theoretically proposed. On the other hand, profitability has a negative effect on debt, being an indication that the Brazilian company would be using retained earnings to finance investment, which signals a Pecking-order behavior.

PRACTICAL IMPLICATIONS

The work presents an additional contribution to the understanding of firm capital structure by providing evidence under the agency conflicts framework. Indeed, ownership concentration seems to have a role in favoring access to debt to finance investment in Brazil.

KEYWORDS

Capital structure, Ownership Concentration, Brazil.

INTRODUÇÃO

A Teoria moderna da estrutura de capital tem como ponto marcante inicial as proposições que sugeriram que, sob algumas condições de mercado perfeito, a estrutura de capital é irrelevante para a empresa (MODIGLIANI; MILLER, 1958). Desde então, a pesquisa tem avançado e encontrado evidência no sentido contrário a esta proposta ao encontrar que há fatores capazes de interferir na estrutura de capital da empresa, não havendo ainda, entretanto, uma teoria capaz de explicar completamente as decisões sobre a estrutura de capital da empresa (HARRIS; RAVIV, 1991; MYERS, 2001; 2003; STEIN, 2003; BARCLAY; SMITH, 2005; CORREA; BASSO; NAKAMURA, 2013). Estas teorias têm sido classificadas em alguns grupos (HARRIS; RAVIV, 1991; LA PORTA *et al.*, 1997; BARCLAY; SMITH, 1999; BECK; DEMIRGÜÇ-KUNT; LEVINE, 2003; BARCLAY; SMITH, 2005; CRISÓSTOMO; LÓPEZ-ITURRIAGA, 2011): a ausência completa de fatores que interferem na estrutura de capital e/ou na política de investimento; fatores relacionados com questões tributárias; questões associadas à assimetria informativa; aspectos resultantes de conflitos de agência; e mesmo fatores exógenos à empresa associados ao entorno legal e institucional. Não obstante, a questão da assimetria informativa e dos conflitos de agência parecem ser elementos que permeiam todas as proposições teóricas, direta ou indiretamente.

Sob o arcabouço de distintas proposições teóricas, *Trade-off*, *Pecking order*, Sinalização, Custos de agência e *Market timing*, vários fatores têm sido propostos como capazes de influenciar a estrutura de capital da empresa. Dentro do marco teórico da Teoria da Agência, prevê-se que os conflitos de agência são capazes de interferir na decisão sobre a forma de financiamento da empresa (HARRIS; RAVIV, 1991). Conflitos de interesses entre acionistas e gestores, assim como aqueles entre acionistas majoritários e minoritários, podem ter reflexo na forma de financiamento da empresa por distintas razões (JENSEN, 1986; STULZ, 1990; LA PORTA *et al.*, 2000a; STEIN, 2003; YOUNG *et al.*, 2008).

O objetivo deste trabalho é analisar, sob a ótica das proposições associadas aos Custos de agência, o efeito da concentração de propriedade sobre a estrutura de capital. A análise de fatores determinantes da estrutura de capital é apontada como pesquisa relevante, notadamente em mercados emergentes, considerando que as teorias a respeito da estrutura de capital têm sido propostas baseadas em mercados desenvolvidos (BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2007; BASTOS; NAKAMURA; BASSO, 2009).

Os resultados obtidos a partir da análise de uma amostra de 266 empresas não financeiras cotadas na BM&FBovespa, no período 1996-2012 indicam que a concentração de propriedade tem efeito positivo sobre o endividamento da empresa brasileira. O efeito negativo da rentabilidade sobre o endividamento sinaliza um comportamento *pecking order*. Também se observou que a disponibilidade de ativos para garantias favorece o acesso ao financiamento externo. O mesmo efeito foi observado para o tamanho da empresa no que se refere ao financiamento de longo prazo.

Este trabalho está estruturado em cinco seções, incluindo esta introdução. A seção 2 aborda as teorias sobre estrutura de capital e propõe as hipóteses. A terceira seção contempla a metodologia. A quarta seção apresenta resultados encontrados. Por fim, reflexões sobre os resultados são colocadas.

ESTRUTURA DE CAPITAL, CONCENTRAÇÃO DE PROPRIEDADE E HIPÓTESES

Sob a argumentação da irrelevância da estrutura de capital (MODIGLIANI; MILLER, 1958), as decisões de investimento que visam maximizar o valor da empresa são independentes das decisões financeiras como a política sobre a estrutura de capital e de dividendos. A partir destas propostas, desenvolveram-se teorias que relaxaram os pressupostos do mercado perfeito, ausência de impostos e assimetria informativa, por exemplo, e incorporaram imperfeições de mercado como capazes de interferir na política de financiamento da empresa, como a assimetria de informação, como os conflitos de agência e os aspectos tributários, com evidência já documentada (HARRIS; RAVIV, 1991;

BARCLAY; SMITH, 1999; MYERS, 2001; 2003; STEIN, 2003; BARCLAY; SMITH, 2005).

Os conflitos de agência, que geram os custos de agência têm sido apontados como capazes interferir na estrutura de capital sob diferentes argumentações. Tais conflitos podem manifestar-se na relação entre propriedade e direção da empresa, na relação entre direção da empresa e credores, no grau de proteção de acionistas minoritários e credores, e mesmo na relação entre acionistas controladores e minoritários.

CONFLITOS ENTRE PROPRIEDADE E GESTÃO

Diferentes teorias sobre estrutura de capital, estejam centradas na questão da assimetria de informação entre empresa e mercado de financiamento (*pecking order*, sinalização, *market timing*) como na vantagem tributária da dívida (*trade-off*), partem da suposição de que o gestor da empresa toma decisões que visam maximizar o valor da mesma, em defesa dos interesses dos acionistas. No entanto, a separação entre propriedade e gestão da empresa é razão de conflitos de interesses abordados na Teoria da Agência (JENSEN; MECKLING, 1976; CROTTY, 1992).

A literatura tem apontado que há dois sistemas institucionais e legais, e que os conflitos de agência e mecanismos de governança corporativa parecem ter associação com eles (SHLEIFER; VISHNY, 1997; CUERVO, 2002). Um sistema é caracterizado pelo predominante controle do mercado sobre as empresas, como ocorre notadamente nos países com sistema legal originário da Lei Comum (*Common Law*) (EUA e Reino Unido). Nestes ambientes é comum ter-se mercados de capitais mais ativos, baixa concentração de propriedade, e forte poder da direção das empresas. Outro sistema é caracterizado pela alta concentração da propriedade em mãos de grandes acionistas que costumam ter forte influência na composição de conselhos de administração e na direção da empresa. Esta situação é muito comum em países da Europa continental e da América Latina, que são países com sistemas legais originários do sistema de Lei Civil (*Civil Law*).

O conflito de interesses entre propriedade e gestão é mais característico de países com sistema de Lei Comum, tendo menor intensidade em países com sistema de Lei Civil nos quais o principal conflito parece ser entre acionistas controladores e minoritários (SHLEIFER; VISHNY, 1997; BECHT; RÖELL, 1999; CUERVO, 2002; 2004; MORCK; WOLFENZON; YEUNG, 2005; YOUNG; PENG *et al.*, 2008). Nestes, a vigorosa ascendência de acionistas controladores sobre a gestão parece minimizar a possibilidade de problemas de risco moral por parte da diretoria da empresa.

CONFLITOS DE INTERESSES ENTRE DIREÇÃO EXECUTIVA E ACIONISTAS

Os conflitos entre executivos e proprietários podem manifestar-se de várias formas, notadamente em mercados nos quais a direção da empresa tem mais poder. Gestores podem buscar obter benefícios pessoais, como a segurança em sua posição, elevação de remuneração, benefícios pessoais materiais (*perquisites*), ou ainda, a apropriação indevida de ativos da empresa, em casos mais extremos. Tais situações caracterizam o risco moral, numa típica situação de informação assimétrica, uma vez que os acionistas não dispõem de completa informação a respeito das atitudes dos diretores (HOLMSTRÖM, 1979; 1999). Tais comportamentos são nitidamente contrários aos interesses dos acionistas.

Além de problemas associados a benefícios pessoais diretos, os gestores podem adotar comportamentos não alinhados com os interesses dos proprietários, levando a efeitos diretos nas políticas de investimento e de financiamento da empresa (HEATON, 2002; BERTRAND; MULLAINATHAN, 2003; STEIN, 2003; MALMENDIER; TATE, 2005). Dentre tais comportamentos pode-se mencionar: a ambição de dirigir grandes empresas, a preocupação com reputação e carreira, o excesso de autoconfiança, como também a acomodação. Estes comportamentos, através dos quais o gestor atua em defesa de seus interesses em detrimento dos proprietários, caracteriza a discricionariedade diretiva que tem duas principais consequências negativas para a empresa (STULZ, 1990): o custo do sobre investimento (*overinvestment*) devido ao excesso de investimento em projetos não rentáveis (JENSEN, 1986; 1993) e, o

custo do sub investimento (*underinvestment*) ocasionado pelo alto endividamento que leva à falta de credibilidade da empresa, limitando sua capacidade de captação de recursos adicionais para investimento em bons projetos.

A propriedade em mãos de diretores (*insider ownership*) pode ser uma estratégia que favoreça a convergência de interesses entre gestão e proprietários, reduzindo os custos de agência (JENSEN; MECKLING, 1976). Entretanto, excesso de propriedade interna pode ocasionar o entrincheiramento da direção executiva e a conseqüente elevação de custos de agência (MORCK; SHLEIFER; VISHNY, 1988).

CONFLITOS DE INTERESSES ENTRE ACIONISTAS CONTROLADORES E ACIONISTAS MINORITÁRIOS

O conflito de interesses entre acionistas controladores e minoritários pode gerar distorções no comportamento de financiamento da empresa. Em mercados com alta concentração de propriedade e forte preponderância dos acionistas controladores na gestão da empresa, acionistas minoritários estão sujeitos a problemas de expropriação devido à sua fraca proteção legal e aos elevados benefícios privados de controle dos grandes acionistas (LA PORTA *et al.*, 1998; 2000b; YOUNG; PENG *et al.*, 2008). Grandes acionistas controladores tendem a manter sua posição acionária. Esta pouca proteção de minoritários tende a ser um fator restritivo do financiamento da empresa via emissão de ações, devendo-se também mencionar a resistência de acionistas controladores a perder o poder sobre a empresa (GANGULI, 2013). Este receio à perda de controle pode levar a empresa a adotar um comportamento *pecking order* de preferência por financiar-se usando fluxo de caixa ou dívida.

O conflito de interesses entre acionistas controladores e minoritários parece ser o conflito mais latente no mercado brasileiro, comparativamente àquele entre gestor e acionistas, uma vez que a gestão da empresa costuma ser fortemente monitorada pelos acionistas controladores. A alta concentração de propriedade, aliada aos benefícios privados de controle, dá margem a comportamento oportunista de acionistas controladores como a literatura tem docu-

mentado (DHARWADKAR; GEORGE; BRANDES, 2000; YOUNG; PENG *et al.*, 2008; CHEN; YOUNG, 2010; JIANG; PENG, 2011).

Em termos de política de financiamento, 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. Acionistas controladores de empresa com propriedade altamente concentrada tendem a buscar garantias de continuidade de seus direitos de controle sobre a empresa, o que contribui para a resistência à emissão de novas ações (GANGULI, 2013). Os resultados de Ganguli no mercado indiano indicam a associação positiva entre endividamento e concentração de propriedade, sinalizando a preferência de grandes acionistas controladores por esta forma de financiamento evitando-se a emissão de ações. Resultados na mesma direção foram encontrados em Gana (BOKPIN; ARKO, 2009), Austrália (BRAILSFORD; OLIVER; PUA, 2002) e em países da América Latina (CÉSPEDES; GONZÁLEZ; MOLINA, 2010).

Esta possível inferior propensão ao financiamento por emissão de ações pode levar as empresas a um comportamento *pecking order*. Neste caso, a empresa brasileira terá mais elevada propensão a financiar-se com fundos internos (fluxo de caixa), como a literatura de restrições financeiras tem documentado (CRISÓSTOMO, 2009; BASSETTO; KALATZIS, 2011; CRISÓSTOMO, 2011). 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*.

O endividamento também é apontado na literatura como possível instrumento adicional de monitoração da direção para evitar problemas de sobre investimento (*over investment*) (JENSEN, 1986). Evidência nesta direção já foi documentada no Brasil para empresas como menos oportunidades de crescimento (LÓPEZ-ITURRIAGA; CRISÓSTOMO, 2010). Por fim, há também pesquisas que a concentração de propriedade, usualmente associada a um reduzido

número de acionistas controladores, ao promover mais fácil alinhamento de interesses entre propriedade e gestão reduz conflitos de agência com reflexo positivo no acesso ao financiamento externo (CHIRINKO; SCHALLER, 1995; GOERGEN; RENNEBOOG, 2001).

Este conjunto de argumentos associados a fatores característicos da empresa brasileira, aliado à evidência prévia motiva a proposição da hipótese de que há um efeito positivo da concentração de propriedade sobre o nível de endividamento da empresa brasileira:

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

Adicionalmente, a literatura tem documentado que o entorno legal e institucional parece estar associado a determinadas características da estrutura de propriedade. Em mercados com pouca proteção legal a acionistas, a concentração de propriedade pode ser uma forma de autoproteção aos seus interesses exercida pelos acionistas (LA PORTA; LÓPEZ-DE-SILANES *et al.*, 1998; 2000b). Em países de Lei Civil, nos quais acionistas minoritários estão menos protegidos e a propriedade apresenta mais elevados níveis de concentração, a autoproteção exercida por grandes acionistas controladores pode também ocasionar outro problema que é a possível expropriação de acionistas minoritários por parte destes grandes acionistas através dos chamados benefícios privados de controle (DYCK; ZINGALES, 2004). Neste contexto, a elevada concentração de propriedade sugere também uma relação não linear entre concentração de propriedade e valor da empresa. Esta proposta sugere que o efeito positivo da concentração de propriedade sobre a capacidade de endividamento vai até certo limite quando a possibilidade de expropriação advinda de elevados níveis de benefícios privados de controle exacerba-se e o efeito passa ser inverso. Grandes acionistas controladores com muitos benefícios privados de controle podem ser levados a explorar oportunidades de investimento em seu próprio benefício. Esta possibilidade pode ter um efeito negativo no mercado que pode reduzir sua propensão a financiar projetos de investimento de empresas com propriedade muito concentrada. Esta argumentação motiva a proposição de uma hipótese adicional nos seguintes termos:

Hipótese 2: Há uma relação quadrática negativa entre a concentração de propriedade e o endividamento. Esta relação é positiva até um determinado limite de concentração quando o excesso de benefícios privados de controle pode prejudicar a relação com o mercado de financiamento e, então, a relação passa a ser negativa.

OUTROS DETERMINANTES DO ENDIVIDAMENTO

A rentabilidade da empresa está associada a mais elevada disponibilidade de fluxo de caixa para financiar o investimento, sendo esta uma fonte de recursos preferida pelas empresas pelo seu inferior custo informativo e financeiro de acordo com a Teoria *Pecking order*. Neste sentido, a pesquisa tem documentado um efeito negativo da rentabilidade sobre o nível de endividamento em distintos mercados (TITMAN; WESSELS, 1988; BOOTH *et al.*, 2001; BEVAN; DANBOLT, 2002; CHEN, 2004; BASTOS; NAKAMURA *et al.*, 2009; CORREA; BASSO *et al.*, 2013; HARON, 2014).

O grau de tangibilidade dos ativos da empresa é reconhecido como indicador de mais disponibilidade de garantias (*collateral*), o que favorece a obtenção de financiamento externo, já havendo evidência documentada neste sentido (RAJAN; ZINGALES, 1995; CHEN, 2004; ALBANEZ; VALLE, 2009).

O tamanho da empresa é um fator apontado pela literatura como capaz de interferir na capacidade de financiamento externo da empresa pelo fato de empresas de maior porte tender a ter mais disponibilidade de garantias (*collateral*) e de fluxo de caixa, como também um histórico no mercado que pode ser positivo para a reputação da empresa e seu relacionamento com o mercado de financiamento (RAJAN; ZINGALES, 1995). O efeito positivo do tamanho da empresa sobre a capacidade de endividamento da mesma tem sido documentado na literatura em diferentes mercados (CHEN, 2004; BASTOS; NAKAMURA, 2009).

Adicionalmente, de acordo com a teoria dos Custos de agência a dívida pode ser um instrumento usado para monitoração da direção executiva ao comprometer fluxo de caixa com o pagamento de dívida e assim reduzir o fluxo de

caixa livre nas mãos da direção executiva, notadamente quando a empresa dispõe de poucas oportunidades de crescimento (LÓPEZ-ITURRIAGA; CRISÓSTOMO, 2010). Como empresas maiores tendem a ter atingido estágio de maturidade que reduz as oportunidades de crescimento, ao mesmo tempo em que dispõem de mais fluxo de caixa livre, é provável que os acionistas controladores de empresas maiores recorram ao uso de dívida como mecanismo de controle da direção executiva o que contribuiria para o mais elevado nível de endividamento de empresas de maior porte.

A presença de oportunidades de investimento leva a empresa a querer maximizá-las. Para tanto, ela buscará as fontes de financiamento que dispuser e que sejam mais adequadas, podendo levar a um comportamento *pecking order*, direcionando fluxo de caixa disponível para financiar investimento evitando recorrer à dívida que tem a conseqüência negativa da elevação do risco de falência e do problema de sub investimento (STULZ, 1990). Desta forma, a empresa com muitas oportunidades de crescimento só recorreria ao endividamento ao esgotar sua disponibilidade de fluxo de caixa disponível para financiar investimento, preferindo evitar o financiamento através de dívida. Neste cenário de muitas oportunidades de crescimento é menos provável que haja exacerbação de conflitos de interesse entre gestão e propriedade, pois ambos têm interesse no crescimento da empresa. Por outro lado, a ausência de oportunidades de crescimento pode levar à utilização indevida de fluxo de caixa livre da empresa. Neste caso, o direcionamento deste fluxo de caixa para remunerar acionistas via dividendo ou para pagar serviço de dívida pode ser visto como instrumento disciplinador da direção da empresa (MCCONNELL; SERVAES, 1990; LÓPEZ-ITURRIAGA; CRISÓSTOMO, 2010). Neste quadro de escassez de oportunidades de crescimento e disponibilidade de fluxo de caixa, os acionistas podem ver positivamente o endividamento. Este possível duplo efeito das oportunidades de crescimento não permite a proposição de uma hipótese sobre seu efeito no endividamento.

METODOLOGIA E AMOSTRA

AMOSTRA

Os dados financeiros e de estrutura de propriedade foram obtidos do sistema Econômica. A amostra está disposta em um painel de dados não balanceado formado por 2.324 observações anuais de 266 empresas não financeiras cotadas na BM&FBovespa no período 1996-2012. A distribuição de empresas da amostra em 15 setores da economia confere relevância à mesma (Tabela 1).

Tabela 1 - Distribuição setorial das empresas da amostra

Setor	N. observ.	%	N. empresas	%
Alimentos e Bebidas	128	5,51	18	6,77
Comércio	127	5,46	12	4,51
Construção	152	6,54	18	6,77
Eletroeletrônico	69	2,97	7	2,63
Energia Elétrica	353	15,19	36	13,53
Maquinas Industriais	42	1,81	4	1,50
Minerais	65	2,80	6	2,26
Papel e Celulose	68	2,93	6	2,26
Petróleo e Gás	76	3,27	8	3,01
Químico	189	8,13	24	9,02
Siderurgia e Metalurgia	232	9,98	24	9,02
Telecomunicações	74	3,18	7	2,63
Têxtil	195	8,39	24	9,02
Veículos e peças	126	5,42	15	5,64
Outros	428	18,42	57	21,43
Total	2.324	100,00	266	100,00

MODELOS E VARIÁVEIS

Os modelos estimados têm como variável dependente o endividamento da empresa (Equação 1). Para maior robustez dos resultados, e também poder avaliar algumas nuances específicas de cada tipo de endividamento, trabalhou-se com três *proxies* para endividamento: endividamento total, endividamento de longo prazo, e endividamento de curto prazo. Cada montante de endividamen-

to é relativizado pelo Ativo Total. O endividamento de longo prazo é o principal deles considerando-se sua importância para o investimento da empresa.

$$END_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CPROP_{i,t} + \beta_2 CPROP^2_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 TAM_{i,t} + \beta_5 TANG_{i,t} + \beta_6 OINV_{i,t} + \delta_t + \alpha_i + \mu_{i,t} \quad (1)$$

No modelo da equação (1), $END_{i,t}$ corresponde ao endividamento da empresa i no ano t . Estimou-se um modelo para cada tipo de endividamento, total, de longo prazo, e de curto prazo. $CPROP_{i,t}$ corresponde à concentração de propriedade nas mãos do principal acionista com voto, dos dois principais, e assim por diante, até os cinco principais acionistas somados. A expectativa é que a concentração de propriedade tenha um efeito positivo sobre o endividamento como proposto pela hipótese 1. $CPROP^2_{i,t}$ é a variável que mensura o quadrado concentração de propriedade anteriormente mencionada com vistas a avaliar o eventual efeito quadrático da concentração de propriedade sobre o endividamento. Conforme proposto pela hipótese 2, é esperado uma relação negativa entre $CPROP^2$ e o endividamento indicando um limite de benefício da concentração sobre a capacidade de captação de dívida. $ROA_{i,t}$ aproxima o conceito de desempenho da empresa, medido pelo retorno dos ativos (*Return on Assets*) (Lucro Líquido / Ativo Total). $TAM_{i,t}$ é a proxy para tamanho da empresa medida pelo logaritmo natural do Ativo total da mesma. $TANG_{i,t}$ é a proxy para tangibilidade dos ativos, mensurada pelo quociente entre Ativo Imobilizado e Ativo Total. $OINV_{i,t}$ é a proxy para oportunidades de crescimento, ou oportunidades de investimento, da empresa. $OINV$ é operacionalizada pela razão entre a soma do valor de mercado com o passivo exigível, e, o ativo total da empresa. δ_t é o termo de erro relacionado a efeitos temporais; α_i é o termo de erro associado a efeitos específicos da empresa (estão incluídas características não observáveis específicas de cada empresa); $\mu_{i,t}$ é o termo de erro aleatório.

Para cada categoria de endividamento foi estimado um modelo para cada grupo de concentração de propriedade com poder de voto (CPROP) em mãos do primeiro (CPROP1), dos dois primeiros (CPROP2), e assim por diante, até os cinco principais acionistas (CPROP5). Todos os modelos têm variáveis de controle temporal (*dummy* de ano).

Os modelos são estimados usando a metodologia de dados em painel que permite o tratamento da heterogeneidade não observável associado a efeitos fixos da empresa. Erros não observáveis específicos de empresa podem ser eliminados da equação através da variável em primeiras diferenças (ARELLANO; BOVER, 1990). Os modelos são estimados usando o estimador em sistema de duas etapas (ARELLANO; BOND, 1998) que provê melhores estimadores quando o período de estudo é relativamente pequeno, e com erros padrões ajustado para potencial heteroscedasticidade (BLUNDELL; BOND, 1998). Este método considera os efeitos não observados transformando as variáveis em primeiras diferenças e usa o Método Generalizado de Momentos (GMM) que trata problemas de endogeneidade.

RESULTADOS

A Tabela 2 apresenta estatística descritiva das principais características das empresas. As médias de endividamento de curto prazo (END_CP), longo prazo (END_LP) e total (END_TOT) são de 8,5%, 13,26% e 21,71%, respectivamente, com elevada dispersão como se observa pelos valores de coeficiente de variação, notadamente para o endividamento de curto prazo (END_CP).

Tabela 2 - Estatística descritiva das variáveis dos modelos

Variável	Média	Desvio Pa- drão	Coefficiente de Variação	Mediana	Mínimo	Máximo
END_TOT	0,2171	0,1634	0,7526	0,2052	0,0000	0,7151
END_LP	0,1326	0,1291	0,9739	0,0997	0,0000	0,7151
END_CP	0,0851	0,0979	1,1516	0,0551	0,0000	0,9020
CPROP1	0,5725	0,2646	0,4621	0,5714	0,0014	1,0000
CPROP2	0,7110	0,2386	0,3356	0,7526	0,0014	1,0000
CPROP3	0,7686	0,2174	0,2829	0,8371	0,0014	1,0000
CPROP4	0,7968	0,2044	0,2565	0,8667	0,0014	1,0000
CPROP5	0,8103	0,1972	0,2433	0,8792	0,0014	1,0000
ROA	0,0669	0,1486	2,2219	0,0529	-0,6808	2,7726
TAM	13,1760	1,6829	0,1277	13,1117	8,9314	19,4506
TANG	0,2755	0,2265	0,8221	0,2392	0,0000	0,9624
OINV	0,9251	0,8078	0,8732	0,6941	0,0053	4,4366

Notas: END_CP = endividamento de curto prazo. END_LP = endividamento de longo prazo. CPROP = soma de capital votante nas mãos do primeiro 1º, dos dois maiores, dos três maiores, dos quatro maiores, e dos cinco maiores acionistas. ROA = Retorno dos ativos. TAM = Logaritmo natural do Ativo total. TANG = Ativo Imobilizado / Ativo Total (*proxy* para grau de tangibilidade). OINV = (valor de mercado + passivo exigível)/ativo total da empresa (*proxy* para oportunidades de investimento da empresa).

A concentração de propriedade (CPROP) apresenta valores elevados no mercado brasileiro. O maior acionista com voto (CPROP1) detém, em média, 57,25% das ações ordinárias da empresa. Esta proporção chega a 81,03% ao levar-se em conta os cinco maiores acionistas (CPROP5). Estes resultados estão alinhados com anteriores destacados pela literatura (LEAL; CARVALHAL-DASILVA; VALADARES, 2002; LÓPEZ-ITURRIAGA; CRISÓSTOMO, 2010; HOLANDA; COELHO, 2014; SONZA; KLOECKNER, 2014; CRISÓSTOMO; FREIRE, 2015).

Os resultados das estimações estão expostos nas Tabelas 3, 4 e 5. De fato, como proposto, observa-se uma relação positiva entre a concentração de capital com voto (CPROP) e o nível de endividamento total (Tabela 3), de longo prazo (Tabela 4), e de curto prazo (Tabela 5). Como proposto, este resultado pode dever-se a alguns fatores. Uma possibilidade é a resistência à emissão de novas ações por parte de grandes acionistas controladores com receio da ameaça ao seu poder na empresa. O mais reduzido interesse de investidores minoritários em ações de empresas com elevada concentração de propriedade nas quais pode haver benefícios privados de controle não benéficos a minori-

tários. O menor potencial de emissão de ações leva a empresa a ter um comportamento *pecking order*, priorizando o uso de fundos internos (fluxo de caixa) devido ao elevado custo da dívida. Na insuficiência de fluxo de caixa, o que é natural caso a empresa tenha projetos que requeiram muitos recursos, a empresa 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.

Tabela 3 - Estimação de modelos referentes ao Endividamento Total					
Variável	(i)	(ii)	(iii)	(iv)	(v)
CPROP1	0,5826** (0,2608)				
CPROP1 ²	-0,5056** (0,2607)				
CPROP2		0,2384* (0,1379)			
CPROP2 ²		-0,2158* (0,1109)			
CPROP3			0,3221* (0,1641)		
CPROP3 ²			-0,2637** (0,1298)		
CPROP4				0,3289** (0,1624)	
CPROP4 ²				-0,2562** (0,1236)	
CPROP5					0,3139* (0,1612)
CPROP5 ²					-0,2383* (0,1224)
ROA	-0,2074*** (0,0705)	-0,1841*** (0,0520)	-0,1870*** (0,0507)	-0,1899*** (0,0523)	-0,1904*** (0,0530)
TAM	0,0205** (0,0080)	0,0170*** (0,0062)	0,0162*** (0,0062)	0,0155** (0,0061)	0,0157*** (0,0060)
TANG	0,0815** (0,0395)	0,1094*** (0,0336)	0,1064*** (0,0346)	0,1066*** (0,0349)	0,1053*** (0,0347)
OINV	-0,0127 (0,0094)	0,0063 (0,0134)	0,0072 (0,0136)	0,0085 (0,0138)	0,0087 (0,0137)
N. obs.	2324	2324	2324	2324	2324
N. empresas	266	266	266	266	266
F	2,76	5,34	5,37	5,26	5,22
p-value	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
AR2	0,817	0,399	0,429	0,455	0,455
Hansen	193,97	247,76	247,44	247,46	247,69
p-value	0,568	0,666	0,671	0,670	0,667

Notas: A variável dependente é o endividamento total (END_TOT). Modelos estimados pelo Método Generalizado de Momentos (GMM). Coeficientes estimados e desvios padrões robustos à heteroscedasticidade (entre parênteses) referentes à estimação do modelo da equação (1). AR2 é o teste de autocorrelação de segunda ordem dos erros residuais. O teste de Hansen de sobre identificação de restrições segue uma distribuição χ^2 . ***, ** e * denotam a significância estatística dos coeficientes em 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Paralelamente ao efeito linear positivo foi também observado o proposto efeito quadrático negativo da concentração de propriedade sobre o grau de endividamento da empresa brasileira. Como previsto, a concentração muito excessiva de capital com voto pode levar a um efeito negativo sobre a capacidade de endividamento da empresa. A alta concentração de propriedade aproxima

muito acionistas controladores de gestores, aumentando o poder de ambos e a possibilidade de expropriação de acionistas minoritários e credores. O mercado pode não considerar positivo a excessiva concentração de poder que pode ter reflexo negativo na relação com credores, principalmente em mercados nos quais estes têm pouca proteção.

O efeito negativo da rentabilidade sobre o endividamento estaria alinhado com a propensão ao comportamento *pecking order* da empresa brasileira. As empresas estariam priorizando o uso de fluxo de caixa para financiar o investimento. Este efeito ocorre relativamente ao endividamento total (Tabela 3), de longo prazo (Tabela 4), e de curto prazo (Tabela 5).

A Tabela 4 apresenta a estimação de modelos nos quais se tem o endividamento de longo prazo como variável dependente. Observa-se o efeito positivo da concentração de propriedade sobre o endividamento de longo prazo, que é o principal endividamento usado para financiar o investimento. Pode-se verificar também o efeito positivo do tamanho da empresa (TAM) sobre o endividamento total e de longo prazo, como previsto teoricamente. De fato, empresas maiores parecem ter mais facilidade de acesso à dívida, seja por sua história e reputação no mercado como também por sua mais elevada disponibilidade de garantias.

Outro resultado que merece menção é a forte tendência de efeito positivo do grau de tangibilidade dos ativos da empresa (TANG) sobre o endividamento da mesma, o que está de acordo com proposições teóricas e evidência prévia.

Tabela 4 - Estimação de modelos referentes ao Endividamento de Longo Prazo

Variável	(i)	(ii)	(iii)	(iv)	(v)
CPROP1	0,2480*				
	(0,1361)				
CPROP1 ²	-0,2281*				
	(0,1201)				
CPROP2		0,2592*			
		(0,1352)			
CPROP2 ²		-0,2122**			
		(0,1050)			
CPROP3			0,2247*		
			(0,1213)		
CPROP3 ²			-0,1870**		
			(0,0932)		
CPROP4				0,2913**	
				(0,1312)	
CPROP4 ²				-0,2460**	
				(0,1020)	
CPROP5					1,3732**
					(0,6012)
CPROP5 ²					-1,1475**
					(0,4527)
ROA	-0,1109***	-0,0810*	-0,0706**	-0,1011***	-0,1149*
	(0,0399)	(0,0453)	(0,0300)	(0,0331)	(0,0683)
TAM	0,0169***	0,0228***	0,0258***	0,0283***	0,0650***
	(0,0055)	(0,0064)	(0,0045)	(0,0057)	(0,0149)
TANG	0,0991***	0,0934***	0,0839***	0,0633*	0,3513**
	(0,0302)	(0,0349)	(0,0252)	(0,0353)	(0,1464)
OINV	-0,0033	-0,0001	0,0072	-0,0095	-0,0091
	(0,0098)	(0,0092)	(0,0106)	(0,0067)	(0,0134)
N. obs.	2324	2324	2324	2324	2324
N. empresas	266	266	266	266	266
F	4,30	5,03	6,04	5,20	2,72
p-value	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
AR2	0,676	0,477	0,722	0,206	0,106
Hansen	132,18	110,85	177,83	260,59	145,46
p-value	0,887	0,735	0,727	0,996	0,655

Notas: A variável dependente é o endividamento de longo prazo (END_LP). Modelos estimados pelo Método Generalizado de Momentos (GMM). Coeficientes estimados e desvios padrões robustos à heteroscedasticidade (entre parênteses) referentes à estimação do modelo da equação (1). AR2 é o teste de autocorrelação de segunda ordem dos erros residuais. O teste de Hansen de sobre identificação de restrições segue uma distribuição χ^2 . ***, ** e * denotam a significância estatística dos coeficientes em 1%, 5% e 10%, respectivamente.

A Tabela 5 apresenta a estimação de modelos nos quais se tem o endividamento de curto prazo como variável dependente. Verifica-se o mesmo efeito linear positivo, e quadrático negativo, da estrutura de propriedade sobre esta categoria de endividamento, como também o efeito negativo da rentabilidade. No entanto, destaca-se a inversão do efeito do tamanho da empresa (TAM) so-

bre o endividamento, que passa a ser negativo para o endividamento de curto prazo ao contrário do efeito positivo encontrado para o endividamento total (Tabela 3) e de longo prazo (Tabela 4). Este resultado é uma indicação da inferior necessidade de grandes empresas recorrerem a dívida de curto prazo, provavelmente por sua mais elevada disponibilidade de fluxo de caixa para suprir as necessidades de mais baixo montante no curto prazo.

Tabela 5 - Estimação de modelos referentes ao Endividamento de Curto Prazo

Variável	(i)	(ii)	(iii)	(iv)	(v)
CPROP1	0,6688 *** (0,1905)				
CPROP1 ²	-0,5735 *** (0,1630)				
CPROP2		0,4320 ** (0,1692)			
CPROP2 ²		-0,3038 ** (0,1436)			
CPROP3			0,2037 ** (0,0810)		
CPROP3 ²			-0,1410 ** (0,0602)		
CPROP4				0,1879 ** (0,0881)	
CPROP4 ²				-0,1238 * (0,0635)	
CPROP5					0,1723 ** (0,0869)
CPROP5 ²					-0,1217 * (0,0621)
ROA	-0,1701 *** (0,0628)	-0,1906 *** (0,0639)	-0,1492 *** (0,0304)	-0,1494 *** (0,0305)	-0,0904 *** (0,0226)
TAM	-0,0713 *** (0,0126)	-0,0590 *** (0,0088)	-0,0091 *** (0,0028)	-0,0091 *** (0,0028)	-0,0044 *** (0,0028)
TANG	0,1290 *** (0,0399)	0,1024 *** (0,0309)	0,0243 (0,0165)	0,0239 (0,0165)	0,0258 (0,0185)
OINV	0,0000 (0,0098)	0,0041 (0,0079)	0,0093 * (0,0048)	0,0093 * (0,0049)	-0,0192 *** (0,0072)
N. obs.	2324	2324	2324	2324	2324
N. empresas	266	266	266	266	266
F	3,82	4,99	4,16	3,99	4,23
p-value	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
AR2	0,299	0,306	0,231	0,231	0,175
Hansen	216,35	249,73	237,95	238,4	219,89
p-value	0,386	0,727	0,312	0,305	0,584

Notas: A variável dependente é o endividamento de curto prazo (END_CP). Modelos estimados pelo Método Generalizado de Momentos (GMM). Coeficientes estimados e desvios padrões robustos à heteroscedasticidade (entre parênteses) referentes à estimação do modelo da equação (1). AR2 é o teste de autocorrelação de segunda ordem dos erros residuais. O teste de Hansen de sobre identificação de restrições segue uma distribuição χ^2 . ***, ** e * denotam a significância estatística dos coeficientes em 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Sobre os aspectos econométricos, cabe ressaltar que as duas condições necessárias para a validade das estimações feitas pelo método GMM foram satisfeitas para todos os modelos. Primeiro, o teste de Arellano-Bond (AR2) permitiu a aceitação da hipótese nula de ausência de autocorrelação de segunda ordem dos erros residuais. Segundo, o teste de Hansen de existência de sobreidentificação de restrições levou à aceitação da hipótese nula de que cada modelo está bem identificado.

CONCLUSÕES

As teorias sobre estrutura de capital tentam explicar a forma como as empresas se financiam. Distintas teorias têm sido propostas e a pesquisa empírica tem provido evidência de fatores que interferem na forma de financiamento da empresa, contrariando a hipótese de irrelevância da estrutura de capital de Modigliani e Miller.

Sob o marco teórico da teoria dos custos de agência associados à estrutura de capital, este trabalho propõe como hipótese que há um efeito favorável da concentração de propriedade sobre a capacidade de captação de dívida da empresa brasileira e que este efeito positivo tem um limite a partir do qual a concentração passa a ter um efeito adverso sobre a esta capacidade de financiamento externo. Neste contexto, o trabalho apresenta evidência adicional relativa ao efeito da concentração de propriedade sobre a estrutura de capital da empresa brasileira.

Os resultados indicam que a concentração de propriedade tem um efeito linear positivo sobre o endividamento da empresa brasileira em sintonia com a hipótese proposta (Hipótese 1). Este resultado pode dever-se a alguns fatores. Uma possível explicação está associada ao medo de ameaça ao poder de controle por parte de grandes acionistas controladores que seriam resistentes à emissão de ações. Neste contexto ainda deve-se mencionar o desinteresse de investidores externos em participar do capital de empresas nas quais haja muitos benefícios privados de controle que elevam a possibilidade de expro-

priação de acionistas minoritários. Esta realidade pode contribuir ainda mais para os altos custos de emissão de ações e contribuiria para o comportamento *Pecking order* da empresa brasileira. A empresa brasileira estaria financiando-se fazendo uso de fundos internos (fluxo de caixa) e, na insuficiência de fluxo de caixa, o que é natural caso a empresa tenha projetos que requeiram muitos recursos, a empresa recorre ao endividamento. Ao usar a dívida, a empresa estará obtendo o benefício tributário previsto pela teoria *Trade off*. Neste cenário de uso de dívida, o eventual acesso a fontes de financiamento subsidiadas pelo Governo também deve ser um fator que pode estar favorecendo o endividamento destas empresas. Ainda de acordo com a Teoria dos Custos de Agência, o uso de dívida para financiamento pode configurar-se como um importante instrumento a mais para a monitoração da direção da empresa, o que pode ser menos relevante em empresas com propriedade altamente concentrada.

Também se observa um efeito quadrático inverso da concentração de propriedade em sintonia com a outra hipótese do trabalho (Hipótese 2). Este resultado indica que a concentração de capital votante tem um efeito positivo sobre a capacidade de endividamento até certo limite, a partir do qual, o excesso de concentração de propriedade passa a ter um efeito adverso sobre a capacidade de financiamento externo da empresa. Este limite à capacidade de financiamento da empresa pode dever-se ao aumento da possibilidade de expropriação de minoritários, advindo da altíssima concentração de propriedade, que pode também ocorrer sobre credores pouco protegidos.

Adicionalmente, merece menção a influência positiva do tamanho da empresa sobre o endividamento de longo prazo e total, confirmando proposições teóricas associadas à reputação da empresa e à disponibilidade de garantias (*collateral*). No entanto, este efeito inverte-se passando a ser negativo para o endividamento de curto prazo, sinalizando a menor necessidade de empresas maiores contraírem dívida de curto prazo, provavelmente por sua mais elevada disponibilidade de fluxo de caixa. Outro resultado a ser indicado é a forte tendência do grau de disponibilidade de ativos favorecerem o endividamento, como previsto teoricamente.

O resultado de que a rentabilidade apresenta efeito negativo sobre o endividamento, é uma indicação de que a empresa brasileira estaria utilizando lucro retido para financiar-se, o que está de acordo com a Teoria *Pecking order*, e com a evidência de que a empresa brasileira encara restrições financeiras.

A mais elevada utilização de dívida por empresas com mais elevada concentração de propriedade pode então ser explicada por este conjunto de fatores. A restrição financeira leva ao uso de fluxo de caixa. Não sendo este suficiente, a empresa passa a usar dívida por ser mais barata e mais fácil de acessar que o financiamento por emissão de ações. Ao recorrer à dívida, empresas maiores e com mais garantias têm mais capacidade de endividar-se. Adicionalmente, a reputação de grandes acionistas, e a proximidade de relacionamento de empresas com bancos, e com fontes de financiamento governamentais pode favorecer também o acesso à dívida.

REFERÊNCIAS

- ALBANEZ, T.; VALLE, M. R. Impactos da assimetria de informação na estrutura de capital de empresas brasileiras abertas. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 20, n. 51, p. 6-27, 2009.
- ARELLANO, M.; BOND, S. Dynamic panel data estimation using DPD98 for Gauss: A guide for users. Mimeo. London: The Institute for Fiscal Studies, 1998.
- ARELLANO, M.; BOVER, O. La econometria de datos de panel. *Investigaciones Económicas*, v. 14, n. 1, p. 3-45, 1990.
- BARCLAY, M. J.; SMITH, C. W. J. The capital structure puzzle: another look at the evidence. *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 12, n. 1, p. 8-20, 1999.
- _____. The Capital Structure Puzzle: The Evidence Revisited. *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 17, n. 1, p. 8-17, 2005.

- BASSETTO, C. F.; KALATZIS, A. E. G. Financial distress, financial constraint and investment decision: Evidence from Brazil. *Economic Modelling*, v. 28, n. 1-2, p. 264-271, 2011.
- 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.
- BECHT, M.; RÖELL, A. A. Blockholdings in Europe: An international comparison. *European Economic Review*, v. 43, n. 4-6, p. 1049-1056, 1999.
- BECK, T.; DEMIRGÜÇ-KUNT, A.; LEVINE, R. Law, endowments, and finance. *Journal of Financial Economics*, v. 70, n. 2, p. 137-181, 2003.
- BERTRAND, M.; MULLAINATHAN, S. Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences. *Journal of Political Economy*, v. 111, n. 5, p. 1043-1075, 2003.
- BEVAN, A. A.; DANBOLT, J. Capital structure and its determinants in the UK - a decompositional analysis. *Applied Financial Economics*, v. 12, n. 3, p. 159-170, 2002.
- BLUNDELL, R.; BOND, S. R. Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, v. 87, p. 115-143, 1998.
- BOKPIN, G. A.; ARKO, A. C. Ownership structure, corporate governance and capital structure decisions of firms: Empirical evidence from Ghana. *Studies in Economics and Finance*, v. 26, n. 4, p. 246-256, 2009.

- BOOTH, L.; AIVAZIAN, V.; DEMIRGUC-KUNT, A.; MAKSIMOVIC, V. Capital Structures 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. On the relation between ownership structure and capital structure. *Accounting and Finance*, v. 42, n. 1, p. 1-26, 2002.
- 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 & Finanças*, v. 18, n. 43, p. 9-19, 2007.
- CÉSPEDES, J.; GONZÁLEZ, M.; MOLINA, C. A. Ownership and capital structure in Latin America. *Journal of Business Research*, v. 63, n. 3, p. 248-254, 2010.
- CHEN, J. J. Determinants of capital structure of Chinese-listed companies. *Journal of Business Research*, v. 57, p. 1341- 1351, 2004.
- CHEN, Y. Y.; YOUNG, M. N. Cross-border mergers and acquisitions by Chinese listed companies: A principal-principal perspective. *Asia Pacific Journal of Management*, v. 27, n. 3, p. 523-539, 2010.
- CHIRINKO, R. S.; SCHALLER, H. Why Does Liquidity Matter in Investment Equations? *Journal of Money, Credit & Banking*, v. 27, n. 2, p. 527-548, 1995.
- 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 Trade-Off Usando Panel Data. *Revista de Administração Mackenzie*, v. 14, n. 4, p. 106-133, 2013.
- CRISÓSTOMO, V. L. Dificuldades das empresas brasileiras para financiar seus investimentos em capital físico e em inovação. *Revista de Economia Contemporânea*, v. 13, n. 2, p. 22, 2009.

- _____. Inversión, Restricción Financiera y Estructura de Propiedad en Brasil. 1. ed. Saarbrücken: Editorial Académica Española (LAP LAMBERT Academic Publishing GmbH & Co. KG), 2011.
- CRISÓSTOMO, V. L.; FREIRE, F. S. The Influence of Ownership Concentration on Firm Resource Allocations to Employee Relations, External Social Actions, and Environmental. *Review of Business Management (Revista Brasileira de Gestão de Negócios)*, v. 17, n. 55, p. 987-1006, 2015.
- CRISÓSTOMO, V. L.; LÓPEZ-ITURRIAGA, F. J. Financiamiento de la inversión y las imperfecciones del mercado. *Información Financiera, Gerencia y Control*, v. 1, n. 3, p. 11-48, 2011.
- CROTTY, J. R. Neoclassical and Keynesian approaches to the theory of investment. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 14, n. 4, p. 483-496, 1992.
- CUERVO, Á. Corporate Governance Mechanisms: a plea for less code of good governance and more market control. *Corporate Governance: An International Review*, v. 10, n. 2, p. 84-93, 2002.
- _____. El Gobierno de la Empresa. Un problema de conflicto de intereses. In: CAMPOS, B. (Ed.). *El Gobierno de la Empresa. En busca de la transparencia y la confianza*. Madrid, 2004. p. 115-135.
- DHARWADKAR, R.; GEORGE, G.; BRANDES, P. Privatization in emerging economies: An agency theory perspective. *Academy of Management Review*, v. 25, n. 3, p. 650-669, 2000.
- DYCK, A.; ZINGALES, L. Private Benefits of Control: An International Comparison. *The Journal of Finance*, v. 59, n. 2, p. 537-600, 2004.
- GANGULI, S. K. Capital structure - does ownership structure matter? Theory and Indian evidence. *Studies in Economics and Finance*, v. 30, n. 1, p. 56-72, 2013.

- GOERGEN, M.; RENNEBOOG, L. Investment Policy, Internal Financing and Ownership Concentration in the UK. *Journal of Corporate Finance*, Volume 7, Issue 3, pp. 257-284, September/2001., v. 7, n. 3, p. 28, 2001.
- HARON, R. Capital structure inconclusiveness: evidence from Malaysia, Thailand and Singapore. *International Journal of Managerial Finance*, v. 10, n. 1, p. 23-38, 2014.
- HARRIS, M.; RAVIV, A. The Theory of Capital Structure. *Journal of Finance*, v. 46, n. 1, p. 297-355, 1991.
- HEATON, J. B. Managerial optimism and corporate finance. *Financial Management: Tampa*, v. 31, n. 2, p. 33-45, 2002.
- HOLANDA, A. P.; COELHO, A. C. D. Estrutura de Propriedade em Firms Brasileiras: Trajetória entre 1998-2012. *Revista de Finanças Aplicadas*, v. 3, p. 1-39, 2014.
- HOLMSTRÖM, B. Moral Hazard and Observability. *The Bell Journal of Economics*, v. 10, n. 1, p. 74-91, 1979.
- _____. Managerial incentive problems: A dynamic perspective. *The Review of Economic Studies*, v. 66, p. 169-182, 1999.
- JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, v. 76, n. 2, p. 323-329, 1986.
- _____. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance*, v. 48, n. 3, p. 831-880, 1993.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- JIANG, Y.; PENG, M. W. Principal-principal conflicts during crisis. *Asia Pacific Journal Of Management*, v. 28, n. 4, p. 683-695, 2011.

- LA PORTA, R.; LÓPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance*, v. 52, n. 3, p. 1131-1150, 1997.
- _____. Law and Finance. *Journal of Political Economy*, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.
- _____. Agency Problems and Dividend Policies around the World. *The Journal of Finance*, v. 55, n. 1, p. 1-33, 2000a.
- _____. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, v. 58, n. 1-2, p. 3-27, 2000b.
- LEAL, R. P. C.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L.; VALADARES, S. M. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002.
- LÓPEZ-ITURRIAGA, F. J.; CRISÓSTOMO, V. L. Do leverage, dividend payout and ownership concentration influence firms' value creation? An analysis of Brazilian firms. *Emerging Markets Finance and Trade*, v. 46, n. 3, p. 80-94, 2010.
- MALMENDIER, U.; TATE, G. CEO Overconfidence and Corporate Investment. *Journal of Finance*, v. 6, p. 2661-2700, 2005.
- MCCONNELL, J. J.; SERVAES, H. Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value. *Journal of Financial Economics*, v. 27, n. 2, p. 595-612, 1990.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The Cost of Capital, Corporation Finance and Theory of Investment. *The American Economic Review*, v. 48, n. 3, p. 261-297, Jun/1958-1958.
- MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, v. 20, p. 293-315, 1988.

- MORCK, R.; WOLFENZON, D.; YEUNG, B. Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth. *Journal of Economic Literature*, v. 43, n. 3, p. 655-720, 2005.
- MYERS, S. C. Capital Structure. *Journal of Economic Perspectives*, v. 15, n. 2, p. 81-102, 2001.
- _____. Financing of Corporations. In: CONSTANTINIDES, G. M. *et al* (Ed.). *Handbook of the Economics of Finance*. Amsterdam: Elsevier, North-Holland, 2003. Cap.4. p. 215-253.
- 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.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.
- SONZA, I. B.; KLOECKNER, G. O. Governança em estruturas proprietárias concentradas: novas evidências para o Brasil. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, v. 49, n. 2, p. 322-338, 2014.
- STEIN, J. C. Agency, information, and corporate investment. In: CONSTANTINIDES, G. M. *et al* (Ed.). *Handbook of the Economics of Finance*. Amsterdam: Elsevier, North-Holland, 2003. Cap.2. p. 111-165.
- STULZ, R. M. Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, v. 26, n. 1, p. 3-27, 1990.
- TITMAN, S.; WESSELS, R. The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, v. 43, n. 1, p. 1-19, 1988.
- YOUNG, M. N.; PENG, M. W.; AHLSTROM, D.; BRUTON, G. D.; JIANG, Y. Corporate Governance in Emerging Economies: A Review of the Principal-Principal Perspective. *Journal of Management Studies*, v. 45, n. 1, p. 196-220, 2008.