



RGC, São Paulo, v. 2, n.2, art.1, pp. 1-32, dez. 2015.
ISSN 2359-313X

**Concentração de controle acionário e as decisões de estrutura de capital das
empresas abertas brasileiras**

***Concentration of stock control and a capital structure decisions of public
brazilian companies***

Liliane Cristina Segura

E-mail: liliane.segura@mackenzie.br

Universidade Presbiteriana Mackenzie – UPM – Brasil

Rua da Consolação, 930 - Consolação. CEP 01302-907. São Paulo – SP.

Rute Abreu

E-mail: ra@ipg.pt

Instituto Politécnico da Guarda – IPG - Portugal

Av. Dr. Francisco Sá Carneiro Nº50 6300-559 Guarda – Portugal

Henrique Formigoni

E-mail: hformigoni@mackenzie.br

Universidade Presbiteriana Mackenzie – UPM – Brasil

Rua da Consolação, 930 - Consolação. CEP 01302-907. São Paulo – SP.

Maria de Fátima David

E-mail: sdavid@ipg.pt

Instituto Politécnico da Guarda – IPG - Portugal

Av. Dr. Francisco Sá Carneiro Nº50 6300-559 Guarda – Portugal

Recebido em: 17 de março de 2015
Aceito em: 31 de julho de 2015
Publicado em: 20 de dezembro de 2015

RESUMO

Os estudos de governança corporativa identificam que os credores já consideram no custo de capital a influência da concentração de capital nas decisões financeiras das empresas. Além disso, evidenciam que as empresas que possuem concentração de capital nas mãos de um único dono possuem características específicas que trazem decisões não aliadas às teorias clássicas de finanças. O objetivo geral deste artigo é identificar diferenças no endividamento de empresas que possuem controle concentrado, influência significativa e controle disperso. A população estudada foram as empresas listadas na BMF&Bovespa no ano de 2010 e a amostra final constituiu-se de 356 empresas. Foram analisados 6 (seis) anos (de 2004 a 2009), num total de 2136 observações. Foram testadas as variáveis de endividamento relacionadas com concentração de controle (acima de 50% das ações ordinárias) e influência significativa (empresas com acionistas que possuem entre 20% e 50% das ações ordinárias) no comando da empresa. Os resultados comprovam que o nível de controle acionário pode influenciar positiva ou negativamente no endividamento das empresas brasileiras.

Palavras chave: Concentração de Capital. Governança. Endividamento.

ABSTRACT

Studies of corporate governance identify lenders now consider the cost of capital the influence of the concentration of capital in the financial decisions of firms. Other studies show that companies that have capital concentration in the hands of a single owner have specific characteristics that bring decisions not allied to the classical theories of finance. The purpose of this paper is to identify differences in indebtedness of companies that have concentrated control, significant influence and dispersed ownership. The study population was companies listed on the BM & FBovespa in 2010 and the final sample consisted of 356 firms. 6 (six) years were

analyzed (2004-2009), a total of 2136 observations. Variables related to debt concentration control (over 50 % of common shares) and significant influence (companies with shareholders who own between 20 % and 50 % of common shares) at the helm were tested. The results show that the level of control can positively or negatively influence the indebtedness of Brazilian companies.

Keywords: Capital concentration. Governance. Indebtedness.

INTRODUÇÃO

É sabido que a dívida em uma empresa é utilizada como disciplinador dos gestores para diminuir os custos de agência entre gestores e acionistas (Grossman & Hart; 2002, Jensen, 1986; Stultz, 1990; Hart, 1995; entre outros). Se o CEO (*Chief Executive Officer*) não é o proprietário da empresa, um maior endividamento pode ajudar os acionistas a obter controle sobre as suas decisões.

No entanto, estudos mostram que, mesmo as empresas que possuem ações negociadas em bolsa de valores apresentam, em sua maioria, concentram capital nas mãos de poucos acionistas (La Porta *et al.*, 1999). E é sabido também que muitas dessas empresas possuem como gestor o próprio acionista controlador.

Os estudos de governança corporativa identificam que os credores já consideram no custo de capital a influência da concentração de capital nas decisões financeiras das empresas (Nakamura *et al.*, 2007). Outros estudos evidenciam que as empresas que possuem concentração de capital nas mãos de um único dono possuem características específicas que trazem decisões não aliadas às teorias clássicas de finanças (Demsetz, 1983; Morck *et al.*, 2000; Shleifer & Vishny; 1997).

Estudos mais recentes como os de Chafic e Younes (2012) identificaram relações causais entre o tipo de CEO e o endividamento da empresa em uma amostra de empresas abertas nos Estados Unidos. No Brasil, o estudo de Procianoy e Schnorrenberger (2004) mostrou que as empresas que possuíam acionistas controladores se mostravam mais avessas ao endividamento. Soares e Kloeckner (2008), no entanto, desenvolveu estudos em que mostram que, em determinadas situações, as empresas com controlador definido podem ser mais endividadas, e quando possuem um único controlador tendem a ter dificuldades no financiamento e também serem menos endividadas.

Nesse contexto, a questão de pesquisa deste artigo é: Existe diferença na estrutura de capital entre empresas com controle concentrado, influência significativa ou controle disperso nas empresas listadas na Bovespa? O objetivo geral é identificar diferenças no endividamento de empresas que possuem controle concentrado, influência significativa e controle disperso.

Como objetivos específicos esta pesquisa utilizou a identificação das empresas listadas que possuem: controle concentrado (considerado aqui como empresas que possuem um acionista com mais de 50% das ações ordinárias); influência significativa (empresas em que o maior acionista possui entre 20% e 50% das ações ordinárias) e aquelas que possuem controle disperso. Adicionalmente, identificou-se também se existe influência das decisões quando o CEO é o controlador da empresa e também se o CEO é o próprio acionista influente.

Este artigo está dividido em quatro partes: o referencial teórico que está descrito no tópico dois, a identificação dos procedimentos metodológicos utilizados na produção do artigo identificado no tópico três, análise das regressões efetuadas por painel de dados que estão apresentadas no tópico quatro, a discussão dos resultados da pesquisa no tópico 5 e, por fim as conclusões do estudo.

REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

Berle e Means (1932) descrevem que, na propriedade individual, ou propriedade privada, o dono da empresa é responsável pelos instrumentos de produção e possui direitos completos sobre seus instrumentos de geração de dinheiro. As organizações sobre o sistema de empresas privadas estão dominadas pelo interesse pessoal do dono da empresa. Esse interesse pessoal ocorre na preocupação apenas com a concorrência e condições de oferta e demanda. Essas preocupações garantem, da melhor forma, a eficiência econômica da empresa. Por isso, de acordo com Berle e Means (1932), se o indivíduo é protegido pelo direito de uso de sua propriedade – pode receber todos os frutos deste uso, utilizá-lo para ganhos pessoais e lucros –, infere-se que o incentivo para o uso de sua eficiência é exatamente o uso da propriedade que ele possui.

Na visão de Berle e Means (1932), a propriedade tende a continuar cada vez mais dispersa enquanto que o poder de decisão deverá ser mais concentrado. O sistema corporativo, por sua vez, será ainda mais seguro, garantindo aos acionistas que os seus interesses sejam alcançados.

Conflito de agência

Os autores fazem um retrospecto das teorias principais de finanças corporativas e definiu a relação de agência (cf. Jensen & Meckling, 1976) como um contrato no qual uma ou mais pessoas (interessado principal) encarrega outra pessoa (o agente) a fazer um serviço em seu lugar. Tal procedimento envolve delegar algumas autoridades de decisão.

Seguindo os conceitos de separação de propriedade e gestão desenvolvidas por Berle e Means (1932), os autores partiram para o desenvolvimento da estrutura de compensação dos gestores, de forma a fornecer alinhamento entre os seus interesses e dos acionistas.

O mesmo custo de agência pode existir em relação aos credores da empresa. Jensen e Meckling (1976) e Eisenhardt (1989) avaliaram tais custos em relação ao débito e mostraram que o aumento do custo do débito com terceiros ocorre porque os credores identificam a expropriação de riqueza por parte dos acionistas majoritários. Laffont e Martimort (2001) também tratam da responsabilidade limitada dos sócios como um motivo para identificação dos custos de agência do débito.

Definição de controle

Na literatura, encontra-se uma vasta gama de definições sobre controle concentrado. Valadares e Leal (2000), e.g., fizeram uma comparação entre propriedade e controle nas empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa. Eles definiram empresas de controle concentrado como aquelas cujos acionistas diretos e indiretos somam mais de 50% do capital votante.

Dentre as definições de controle pesquisadas, adotar-se-á, neste trabalho, a de controle majoritário de Thomsen e Pedersen (1997), utilizada por Siqueira (1998) e, posteriormente, por Soares e Kloeckner (2008), segundo a qual empresa com controle concentrado é aquela que apresentar um acionista, pessoa física ou jurídica que possui mais do que 50% das ações da empresa direta ou indiretamente.

Optou-se também, neste trabalho, utilizar uma segunda classificação, baseada nos trabalhos de Siqueira (1998), Thomsen e Pedersen (1997) e Dami *et al.* (2007), que considera sob controle majoritário as empresas com acionistas que possuem entre 20% e 50% de ações com direito a voto. Essa classificação é vista também na nomenclatura das Normas Internacionais de Contabilidade (IFRS), nomeadamente o pronunciamento do IAS 28 que trata a definição de controle.

É importante lembrar que os autores Friend e Lang (1988) evidenciam que o nível de endividamento decresce à medida que aumenta o controle acionário da empresa. Isso significa que, eventualmente, apesar do cuidado com os critérios adotados nesta pesquisa, é possível encontrar definições divergentes e, até, resultados diversos dos obtidos por este trabalho.

Concentração de capital e endividamento

Apesar da grande quantidade de produção científica tratando do tema, pesquisas recentes indicam que essa separação não é tão comum na grande maioria das empresas (La Porta *et al.*, 1999). É fato conhecido, v.g., que empresas de capital fechado são basicamente gerenciadas pelos seus donos e fundadores. No entanto, La Porta *et al.* (1999) e Van Den Berghe e Carchon (2003), entre outros autores, já apontam para a grande quantidade de empresas de capital aberto que também possuem o controle concentrado. O mesmo cenário também é apontado, no Brasil, por Soares e Kloeckner (2008), Leal *et al.* (2002), Dami *et al.* (2007) entre outros.

Em relação à concentração de capital, Demsetz (1983), v.g., encontrou evidências de que empresas com concentração acionária nas mãos de um único dono podem escolher projetos que não são lucrativos para atender aos seus propósitos pessoais. Morck *et al.* (2000), por seu lado, apresentaram pesquisa mostrando que a junção de controle e propriedade por um período muito grande de tempo leva a empresa a apresentar baixa performance. Shleifer e Vishny (1997), como tantos outros trabalhos, mostram evidências de expropriação de riqueza quando há concentração acionária, mas não chegam a tratar do endividamento.

Agrawal e Nagarajan (1990), por exemplo, discorrem sobre os fatores que

influenciam a decisão sobre a estrutura de capital da empresa, analisando as características financeiras, gerenciais e de propriedade.

Mais uma vez, os resultados das pesquisas não se mostraram uniformes. Leavell e Maniam (2009), e.g., mostram que as pesquisas em pequenas empresas concluíram, nos últimos anos, que elas buscam endividamento externo em detrimento de busca de capital por meio de emissão de ações. Isso foi atribuído por diversos autores (Landstrom & Winberg, 2000; Gómez-Mejía *et al.*, 2007) à preocupação do dono da empresa em perder o controle do negócio pensamento que caracteriza o perfil do acionista majoritário e controlador.

A literatura ainda apresenta, em outros casos, a tese de que a participação do gestor pode ser considerada negativa. Esse é o caso de Baker e Wurgler (2002), que chegam a tratar o perfil do gestor empreendedor como otimista nas tomadas de decisão, fazendo com que este comportamento possa colocar em risco o desempenho da empresa.

Também avaliando pela teoria comportamental, Gomés-Mejía *et al.* (2007) indicam que a família fundadora tende a classificar a renúncia do poder de gestão da empresa como uma perda imensa para a família. Dessa forma, a tomada de decisão é mais arriscada e menos rentável, mas privilegia-se a possibilidade de manter o controle dos negócios. Isso, também de acordo com Gómez-Mejía, *et al.*, (2007), mostra o paradoxo desse tipo de administração: o aumento do risco na empresa é causado pela necessidade de manutenção da riqueza socioemocional (necessidade de manutenção do controle).

Se, por um lado, alguns autores afirmam não haver relação entre dívidas e controle majoritário, por outro há, na literatura, defensores de que a relação é positiva e defensores de que é negativa. Consideram-se, assim, grosso modo, três pontos de vista: (a) há relação positiva; (b) há relação negativa; (c) não há relação.

Schnorremberger e Procianoy (2004) fizeram um estudo com as companhias abertas brasileiras e concluíram que existe correlação (quer positiva, quer negativa) da estrutura de controle no endividamento destas empresas. Outros estudos apontam para uma significativa influência do controle concentrado no endividamento da empresa. Jensen *et al.* (1992) encontraram uma relação negativa entre participação societária e nível de endividamento das empresas. Friend e Lang (1988) também encontraram evidências de que o nível de endividamento decresce à

medida que se aumenta o controle acionário da empresa. Procianoy e Kraemer (2001), no entanto, não encontraram evidências de diminuição do endividamento das empresas quando fizeram distinções entre tipos diferentes de controle acionário nas empresas brasileiras.

A esse respeito, é interessante notar que as empresas brasileiras caracterizam-se pela concentração de controle. Numa revisão dos conceitos dos determinantes da estrutura de capital, Brito *et al.* (2007) mostram que as empresas brasileiras apresentam uma estrutura de endividamento maior do que seus pares no exterior por três motivos principais: mercado de capitais restrito, concentração de capital e restrição de fontes de capitais de longo prazo.

O trabalho de Soares e Kloeckner (2008) também confirma essas afirmações. Eles apontam o Brasil como um ambiente propício à expropriação de riqueza dos acionistas minoritários por meio do endividamento, por causa da concentração de controle acionário.

Como a literatura apresenta divergência de resultados sobre esse assunto, as hipóteses sobre controle e endividamento são as seguintes:

H1: Existe relação entre empresa com controle concentrado e endividamento

H2: Existe relação entre empresa com acionista influente e endividamento

METODOLOGIA

Este estudo é quantitativo e o tratamento dos dados utilizado para o teste de hipóteses foi a análise econométrica por regressões múltiplas.

População e Amostra

O conjunto das empresas observadas foi obtido entre aquelas que estavam ativas no ano de 2010 na lista da BM&FBovespa, bem como o tipo de controle da empresa e a classificação de governança corporativa, totalizando-se uma população

de 488 empresas financeiras e não financeiras. Foram excluídas aquelas que não apresentavam dados contábeis necessários e também as empresas financeiras, por sua característica de endividamento peculiar à pesquisa e, assim, no total, foram analisadas 356 empresas, que constituíram a amostra final deste estudo, num total de 2136 observações.

Coleta dos dados

Os dados sobre controle e gestão foram retirados do DIVEXT, Divulgação Externa ITR/DFP/IAN da CVM. Os nomes de acionistas e diretores foram coletados das informações anuais - IAN, que são de preenchimento obrigatório pelas companhias abertas brasileiras que negociam as ações na BM&FBovespa. Foram coletados todos os nomes dos principais acionistas (até o 5º maior acionista), a porcentagem de ações ordinárias e preferenciais, os nomes do Presidente do Conselho de Administração, Diretor Presidente e Diretor Financeiro no período de 2004 a 2009. Em vista de haver muitas empresas que não possuíam dados em todos os anos observados, optou-se por utilizar um painel desbalanceado.

Definições das variáveis de estudo

As variáveis utilizadas neste estudo foram retiradas de estudos sobre estrutura de capital tanto nacional quanto internacional. Os trabalhos de Forte (2005), Brito *et al.* (2007), Soares e Kloeckner (2008), Perobeli *et al.* (2005), Barros (2005), Anderson e Reeb (2003) foram base para se buscarem as variáveis necessárias, uma vez que são trabalhos desenvolvidos com empresas brasileiras.

1. Variáveis Dependentes ou Explicadas

2. Endividamento Total (ET): A variável utilizada para endividamento total foi composta por: $ET_{i,t} = \frac{PC_{i,t} + PNC_{i,t}}{AT_{i,t}}$ (Equação 1) Sendo: $ET_{i,t}$ = Endividamento total da empresa i , no ano t ; $PC_{i,t}$ = Passivos circulantes da empresa i , no ano t ; $PNC_{i,t}$ = Passivos não circulantes da empresa i , no ano t e $AT_{i,t}$ = Ativo total da empresa i , no

ano t.

3. Endividamento Financeiro (Efin): O endividamento financeiro foi tratado por diversos autores como medida para alavancagem da empresa (Barros, 2005; Forte, 2005; Anderson e Reed, 2003). O cálculo representado foi o seguinte:

$$Efin_{i,t} = \frac{FCP_{i,t} + FLP_{i,t}}{AT_{i,t}} \quad (\text{Equação 2})$$

Sendo: Efin_{i,t} = Endividamento financeiro da empresa i (incluindo commercial papers e bonds, excluindo-se debêntures), no ano t; FCP_{i,t} = Financiamento com instituições financeiras de curto prazo da empresa i, no ano t; FLP_{i,t} = Financiamento com instituições financeiras de longo prazo da empresa i, no ano t e AT_{i,t} = Ativo total da empresa i, no ano t.

4. Endividamento de Curto Prazo (ECP): O endividamento de curto prazo mede as dívidas assumidas pela empresa, seja quanto a seus accruals, seja por conta de financiamentos de curto prazo. $ECP_{i,t} = PC_{i,t} / AT_{i,t}$ (Equação 3) Sendo: ECP_{i,t} = Endividamento de curto prazo da empresa i, no ano t; PC_{i,t} = Passivo circulante da empresa i, no ano t; AT_{i,t} = Ativo total da empresa i, no ano t.

5. Endividamento de Longo Prazo (ELPAT): Foi composto por: $ELPAT_{i,t} = \frac{PNC_{i,t}}{AT_{i,t}}$ (Equação 4) Sendo: ELPAT_{i,t} = Endividamento de longo prazo da empresa i, no ano t.

Variáveis Independentes ou Explicativas

Essas variáveis foram obtidas do relatório de informações anuais das empresas (IAN), divulgado por meio da CVM no sistema DIVEXT.

Variável para definição de controle concentrado: A variável CCON é uma *dummy* para Controle Concentrado. (Sim=1; Não=0). O controle concentrado foi definido pela quantidade de ações ordinárias nas mãos de uma pessoa ou grupo de pessoas física ou jurídica. CCON = 1 se a empresa listada na Bovespa possui 50% ou mais ações ordinárias nos informativos da CVM no nome de uma só pessoa ou grupo de pessoas ($\geq 50\%$). Caso contrário, CCON = 0.

Variável para definição de influência significativa: A variável ISIG é uma *dummy* para Influência Significativa. (Sim=1; Não=0). A influência significativa foi definida pela quantidade de ações ordinárias nas mãos de uma ou grupo de pessoas física ou jurídica. ISIG = 1 se a empresa listada na Bovespa apresenta acionistas com capital igual ou maior de 20% e menos de 50% de ações ordinárias em nome de uma só pessoa ou grupo de pessoas ($\geq 20\%$ e $\leq 50\%$). Caso contrário ISIG = 0.

Variáveis de Controle

Lucratividade (LUCR_{i,t}): A lucratividade de uma empresa é bastante discutida nos trabalhos sobre estrutura de capital como um fator importante para buscar ou não novos financiamentos. Uma lucratividade maior pode indicar menor nível de endividamento com terceiros (Myers, 1984; Moreira; Puga, 2000; Brito *et al.*, 2007; Soares; Kloeckner, 2008; Perobeli *et al.*, 2005): $LUCR_{i,t} = \frac{LO_{i,t}}{AT_{i,t}}$ (Equação 5). Sendo: LUCR_{i,t} = Lucratividade da empresa i, no ano t; LO_{i,t} = Lucro operacional antes do Resultado Financeiro (e antes dos impostos) da empresa i, apurado no ano t.

Desempenho: A variável de desempenho será denominada como DESEMP_{it}. Essa variável é contínua e será calculada pelo Q de Tobin conforme Equação 6 (Nogueira *et al.*, 2007, p. 6): $Q \text{ de Tobin} = \frac{VMA+VMD}{VRA}$ (Equação 6). Sendo: VMA = Valor de Mercado das ações; VMD = Valor de Mercado das dívidas; VRA = Valor de reposição dos ativos.

No entanto, pela dificuldade de se encontrar dados de valor de mercado das dívidas das empresas brasileiras e também o valor de reposição dos ativos, um modelo aproximado foi definido por Chung e Pruitt (1994, conforme citado em Nogueira *et al.*, 2007), conforme Equação 7: $Q \text{ de Tobin} = \frac{VMA+D}{AT}$ (Equação 7) Sendo: VMA = Valor de mercado das ações preferenciais e ações ordinárias; D = valor contábil das dívidas; AT = Valor contábil dos ativos totais.

E para o cálculo das dívidas da empresa foi utilizado por Chung e Pruitt (1994, Apud Nogueira *et al.*, 2007), conforme Equação 8: $D = VCD_{cp} - VCR_{cp} + VC_{est} + VCD_{lp}$ (Equação 8 **Erro! Fonte de referência não encontrada.**) Sendo: VCD_{cp} = Valor contábil das dívidas de curto prazo; VCR_{cp} = Valor contábil dos recursos de curto prazo; VC_{est} = Valor contábil dos estoques; VCD_{lp} = Valor contábil das dívidas de longo prazo. Portanto, o cálculo do desempenho será feito conforme Equação 9:

$$Desemp_{it} = \frac{VMA + (VCD_{cp} - VCR_{cp} + VC_{est} + VCD_{lp})}{AT} \quad (\text{Equação 9})$$

9Erro! Fonte de referência não encontrada.)

Tamanho da empresa: Essa variável foi utilizada em diversos estudos (Zaha, 2010; Minichilini *et al.*, 2010; Soares; Kloeckner, 2008, Perobeli *et al.*, 2005). Quanto maior for o tamanho da empresa, maior o seu endividamento. O tamanho da empresa é medido pela variável $LNAT_{i,t}$ = logaritmo neperiano do Ativo total da empresa *i*, no ano *t*.

Risco (Risk_{*i,t*}): Foi utilizado em diversos estudos (Soares e Kloeckner, 2008; Perobeli *et al.*, 2008; Gomes-Mejía *et al.*, 2008). O risco não diversificado dos gestores é definido por Friend e Lang (1988) como o desvio padrão do resultado operacional (antes dos juros e impostos), dividido pelo total do ativo o qual é usado como proxy para o risco.

$$Risk_{i,t} = \text{desvio padrão } \frac{LO_{i,t}}{AT_{i,t}} \quad (\text{Equação 10})$$

Sendo: Risk_{*i,t*} = risco da empresa *i*, no ano *t*; LO_{*i,t*} = lucro operacional da empresa *i*, no ano *t*; e Desvio Padrão = desvio padrão das variáveis LO e AT nos últimos 5 anos.

Tangibilidade (Tangi_{*t*}): A tangibilidade é outro fator que causa o endividamento das empresas (Brealey *et al.*, 2008): $Tang_{it} = \frac{I_{i,t}}{AT_{i,t}}$ (Equação 11)
Sendo: Tangi_{*t*} = tangibilidade da empresa *i*, no ano *t*; I_{*i,t*} = imobilizado líquido da empresa *i*, no ano *t*.

Fluxo de caixa livre (FLCL_{*i,t*}): É um fator que pode reduzir o endividamento das empresas (Jensen, 1986; Soares; Kloeckner, 2008; Perobelli *et al.*, 2005), ou seja, as empresas com maior fluxo de caixa livre se endividam menos. Isso acontece porque empresas que dispõem de dinheiro para investimentos não possuem a tendência de captar financiamentos.

$$FLCL_{i,t} = LL_{i,t} - \text{AumentoCGL}_{i,t} + \text{Depr}_{i,t} - \text{Invest}_{i,t} \quad (\text{Equação 12})$$

Sendo: FLCL_{*i,t*} = fluxo de caixa livre da empresa *i*, no ano *t*; LL_{*i,t*} = lucro líquido da empresa *i*, no ano *t*; AumentoCGL_{*i,t*} = aumento do capital de giro líquido da empresa *i*, calculado pela diferença do CCL (capital circulante líquido) do ano *t-1* e o ano *t*; Dep_{*i,t*} = depreciação da empresa *i*, no ano *t* e Invest_{*i,t*} = investimentos da empresa (composto pela variação do imobilizado) *i*, no ano *t*.

Outros benefícios fiscais extra-dívida (OBEN_{*i,t*}): Como medida de controle será utilizado o benefício fiscal extra-dívida, que capta todas as despesas não relacionadas com as dívidas da empresa, mas que podem influenciar no

endividamento (Barros, 2005).

$$OBEN_{it} = \frac{Deprec_{i,t} + Amort_{i,t}}{AT_{i,t}} \quad (\text{Equação 13}) \quad \text{Sendo: } OBEN_{i,t} = \text{outros benefícios}$$

fiscais da empresa i , no ano t ; $Deprec_{i,t}$ = despesa de Depreciação da empresa i , no ano t ; $Amort_{i,t}$ = despesa de amortização da empresa i , no ano t .

Crescimento de vendas ($CVEN_{i,t}$): Indica o aumento de financiamentos por necessidade de crescimento (Brito *et al.*, 2007). Fazer uma comparação entre crescimento de vendas para empresas familiares e não familiares indica, de alguma forma, que há decisões de buscar dinheiro de formas diferentes (Fama; French, 2002).

$$CVEN_{i,t} = \frac{RLV_{i,t}}{RLV_{i,t-1}} \times 100 \quad (\text{Equação 14}) \quad \text{Sendo: } CVEN_{i,t} = \text{crescimento}$$

de vendas da empresa i , no ano t ; $RLV_{i,t}$ = receita líquida de vendas da empresa i , no ano t ; $RLV_{i,t-1}$ = receita líquida de vendas da empresa i , no ano $t-1$.

Governança (GovI): O nível de governança foi utilizado como medida de influência na estrutura de capital por diversos autores (Perobelli *et al.*, 2002; Perobelli *et al.*, 2005; Silveira, 2004). É uma variável dummy para identificação do nível de governança estabelecido pela BM&FBovespa. Considerou-se que empresas com maior nível de governança corporativa são aquelas que estão classificadas apenas como Nível 2 ou Novo Mercado pela BM&FBovespa. (Nível 2 e Novo Mercado =1, outros níveis =0).

Singularidade: A singularidade será representada por $SING(i,t)$. A singularidade é uma variável contínua e será calculada conforme:

$$SING_{(i,t)} = \frac{DV_{(i,t)}}{RLV_{(i,t)}} \quad (\text{Equação 15}). \quad \text{Sendo: } SING(i,t) = \text{singularidade da empresa } i, \text{ no}$$

ano t ; $DV(i,t)$ = Despesa de Vendas da empresa i , no ano t ; $RLV(i,t)$ = Receita Líquida de Vendas da empresa i , no ano t .

Setor de Atividade: A atividade da empresa foi identificada por uma dummy de acordo com o setor em que atua (1=sim, atua no setor, 0= não, não atua no setor).

Ano: O ano foi identificado por dummies para captar eventuais choques macroeconômicos e eventuais efeitos temporais que podem afetar todas as empresas (Barros, 2005). As dummies de ano são variáveis binárias representadas por 0, 1, sendo $t=1$ no ano observado para a empresa i , e, caso contrário, $t=0$.

É importante salientar que não houve controle específico em relação às

mudanças nas normas contábeis (IFRSs) que se iniciaram em 2008 por alguns motivos específicos: a) as empresas só foram obrigadas a apresentar os demonstrativos contábeis a partir de 2010 – apesar de se ter conhecimento que muitas os publicaram antes da data prevista; b) de acordo com os estudos de Martins e Paulo (2010) e Tonetto Filho e Fregonessi (2010) não apresentaram alterações significativas nos níveis de endividamento das empresas brasileiras.

Modelos Econométricos

Controle Concentrado e endividamento: O modelo que foi utilizado para avaliar a hipótese H1, sobre a relação entre controle concentrado e endividamento está especificado na equação: $End_{it} = \beta_0 + \beta_1 CCon_{it} + \sum_{j=1}^k \delta_j VC_{jit} + \varepsilon_{it}$ Onde: End_{it} é o endividamento da empresa; $CCon_{it}$ representa empresas com concentração de capital; VC_{jit} serão as variáveis de controle e ε_{it} é o erro.

Influência Significativa e endividamento: O modelo que avaliou a hipótese H2, que avalia a relação entre influência significativa e endividamento, está especificado na equação: $End_{it} = \beta_0 + \beta_1 ISig_{it} + \sum_{j=1}^k \delta_j VC_{jit} + \varepsilon_{it}$ Onde: End_{it} é o endividamento da empresa; $ISig_{it}$ representa as empresas com Influência Significativa, VC_{jit} serão as variáveis de controle e ε_{it} é o erro.

APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Análise descritiva

Foram analisadas 356 empresas durante 6 anos (2004 a 2009). As empresas analisadas foram classificadas por setores, conforme Tabela 1.

A amostra está distribuída em 20 setores. Utilizou-se a classificação da Bovespa. O setor mais representativo é o de energia elétrica (12,64%), seguido do de Construção (8,43%), têxtil (8,15%) e de siderurgia e metalurgia (7,02%).

Tabela 1. Distribuição das empresas da amostra por setores

Setor	Quantidade	Percentual
Petróleo e Gas	5	1,40%
Energia elétrica	45	12,64%
Transportes	18	5,06%
Construção	30	8,43%
Agropecuária	5	1,40%
Mineração	8	2,25%
Alimentos e Bebidas	20	5,62%
Têxtil	29	8,15%
Comércio	18	5,06%
Máquinas Industriais	5	1,40%
Fundos de Investimento	1	0,28%
Telecomunicações	14	3,93%
Eletroeletrônico	7	1,97%
Veículos e Peças	18	5,06%
Minerais não Metálicos	4	1,12%
Papel e Celulose	5	1,40%
Outras	81	22,75%
Industria química	14	3,93%
Siderurgia e Metalurgia	25	7,02%
Software e Dados	4	1,12%
Total	356	100,00%

Fonte: dados da pesquisa

Das empresas analisadas, 56,4% apresentaram, em algum dos anos (2004 a 2009), concentração de controle nas mãos de um só acionista. A concentração de controle observada pode ocorrer nas mãos de apenas uma pessoa física ou jurídica. Não se fez diferenças, por exemplo, se houve concentração de controle de governo ou empresas, mas a concentração das ações ordinárias acima de 50%, conforme Tabela 2.

Tabela 2. Empresas por tipo de Controle

Tipo de Controle	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Total	%
Controle Concentrado	189	194	209	215	216	213	1236	56,4%
Influência Significativa	66	79	88	89	89	89	500	22,8%
Controle Disperso	110	92	68	61	60	63	454	20,7%
Total	356	356	356	356	356	356	2136	100,0%

Fontes: dados da pesquisa

Também foi verificado que 22,8% das empresas apresentaram pelo menos um acionista com influência significativa nos anos observados. A influência significativa observada também pode ocorrer nas mãos de um acionista, pessoa física ou jurídica. Essa concentração se refere às ações ordinárias entre 20% e 50%. Isso significa que, na amostra observada, 79,2% das empresas brasileiras possuem influência de um acionista, majoritário ou não, nas decisões da empresa.

Em relação ao tipo de gestão observado, pôde-se identificar que aproximadamente 28% das empresas observadas possuem gestão do próprio controlador da empresa, como presidente do conselho de administração ou como diretor presidente, ou seja, quase metade das empresas controladas por um indivíduo também são geridas por ele. Isso foi feito considerando-se também aquelas em que o controlador assume o cargo de Presidente do Conselho de Administração (PCAC) e também CEO (CEOC) ou *Chief Financial Officer* (CFOC).

Análise Multivariada

A análise dos dados em painel foi feita por efeitos fixos. Para se decidir entre o melhor método de regressão a ser aplicado ao painel de dados, utilizou-se o teste de Hausman. O teste de Hausman verifica qual dos dois modelos (efeitos fixos ou aleatórios) é mais apropriado à amostra estudada. Este teste deu um resultado de $\text{Prob} > \text{Chi}^2$ de 0.000, o que significa que existem diferenças de estimação entre os dois testes aplicados e o melhor a ser utilizado é o de Efeitos Fixos. Dessa forma,

utilizou-se o tratamento por efeitos fixos para os resultados apresentados.

Tabela 3. Regressão de dados de painel com efeitos fixos para controle concentrado

Variáveis Independentes		Variável Dependente			
		ET	ECP	ELPAT	Efin
Controle Concentrado	Ccon	0,379***	0,098***	0,149***	0,043
	Erro	0,073	0,030	0,467	0,027
Governança	GOV	0,124	0,004	0,085	0,104
	erro	0,177	0,074	0,113	0,010
Tamanho da empresa	LNAT	-0,132***	-0,058***	0,007	0,021**
	erro	0,0267	0,011	0,017	0,101
Risco	RISK	0,717***	0,273***	0,299***	-0,006
	erro	0,143	0,060	0,091	0,054
Tangibilidade	TANG	0,566***	0,021	0,321***	0,123***
	erro	0,117	0,049	0,074	0,044
Crescimento de vendas	CVEN	0,072**	0,030**	0,027	-0,012
	erro	0,0357	0,015	0,022	0,013
Fluxo de Caixa Livre	FLCL	0,000	0,000***	0,000***	0,000
	erro	0,000	0,000	0,000	0,000
Outros Benefícios Fiscais	OBEN	0,007	-0,007	0,006	0,11
	erro	0,191	0,008	0,012	0,119
Singularidade	SING	-0,837**	-0,160	-0,374	0,271*
	erro	0,409	0,173	0,0261	0,155
Desempenho	DESEMP	0,025	0,000	-0,002	0,025***
	erro	0,0188	0,007	0,012	0,007
Lucratividade	LUCR	0,441***	0,132***	0,0355	0,028
	erro	0,106	0,044	0,067	0,040
<i>Dummy de ano</i>		SIM***	SIM***	SIM***	SIM***
R-quadrado	R ²	0,31	0,245	0,04	0,08

Fonte: dados da pesquisa.

Na tabela 3 apresenta-se a regressão de dados em painel com efeitos fixos. A variável dependente é o endividamento, sendo representada pelos índices ET (endividamento total), ECP (endividamento de curto prazo), ELPAT (endividamento de longo prazo sobre ativo total) e Efin (endividamento financeiro). A variável independente é Ccon (Controle Concentrado) que recebe 1 para empresas que possuem concentração de controle e 0 caso contrário. As variáveis independentes utilizadas para controle são: Governança, Tamanho da Empresa, Risco, Tangibilidade, Crescimento de Vendas, Fluxo de Caixa Livre, Outros Benefícios Fiscais, Singularidade, Desempenho e Lucratividade e também se utilizaram as dummies de ano para controlar o ano da observação. Os valores em negrito significam o coeficiente (estimador) obtido pela regressão e o erro

padrão é apresentado na linha seguinte. Em termos de significância estatística apresentou-se: *** para significância estatística de 1%; ** para significância estatística no nível de 5% e * para significância estatística no nível de 10%. A regressão possui erros padrão robustos, agrupados por empresa (clustered). A amostra para regressão contou com 1006 observações para ECP, 1056 observações para ELPAT, 1056 observações para ET e 1056 observações para Efin, com dados de 2004 a 2009.

A regressão apresentada na Tabela 3 identifica que existe uma relação positiva entre Endividamento Total (ET) e concentração de controle e também entre Endividamento de Curto Prazo (ECP) e Endividamento de Longo Prazo (ELPAT) e concentração de controle. Também se foram encontradas relações negativas e significativas entre: Tamanho e Singularidade e Endividamento e relações positivas e significativas entre: Risco, Tangibilidade, Crescimento de Vendas, Fluxo de Caixa Livre, Lucratividade e o Ano.

Tabela 4. Regressão de dados de painel com efeitos fixos para influência significativa

Variáveis Independentes		Variável Dependente			
		ET	ECP	ELPAT	Efin
Influência Significativa	Isig	-0,428***	-0,108***	-0,194***	-0,032
	Erro	0,072	0,031	0,046	0,027
Governança	GOV	0,123	0,003	0,084	0,104
	erro	0,176	0,0747	0,112	0,067
Tamanho da empresa	LNAT	-0,137***	-0,06***	0,006	0,020**
	erro	0,026	0,11	0,017	0,01**
Risco	RISK	0,738***	0,279***	0,309***	-0,004
	erro	0,142	0,060	0,091	0,054
Tangibilidade	TANG	0,528***	0,012	0,306***	0,120*
	erro	0,116	0,049	0,074	0,011
Crescimento de vendas	CVEN	0,064*	0,028**	0,024	-0,013
	erro	0,035	0,015	0,022	0,012
Fluxo de Caixa Livre	FLCL	0,000	0,000***	0,000***	0,000
	erro	0,000	0,000	0,000	0,000
Outros Benefícios Fiscais	OBEN	0,005	-0,007	0,006	0,011
	erro	0,019	0,008	0,012	0,007
Singularidade	SING	-0,796**	-0,15	-0,363	0,279*
	erro	0,406	0,172	0,260	0,155
Desempenho	DESEMP	-0,024	0,000	-0,002	0,025***
	erro	0,018	0,007	0,011	0,007
Lucratividade	LUCR	0,408***	0,124**	0,020	0,026
	erro	0,106	0,045	0,068	0,041
<i>Dummy de ano</i>		SIM***	SIM***	SIM***	SIM***
R-quadrado	R ²	0,292	0,245	0,04	0,08

Fonte: dados da pesquisa

Na tabela 4 apresenta-se a regressão de dados em painel com efeitos fixos. A variável dependente é o endividamento, sendo representada pelos índices ET (endividamento total), ECP (endividamento de curto prazo), ELPAT (endividamento de longo prazo sobre ativo total) e Efin (endividamento financeiro). A variável independente é ISig (Influência Significativa) que recebe 1 para empresas que possuem acionista influente e 0 caso contrário. As variáveis independentes utilizadas para controle são: Governança, Tamanho da Empresa, Risco, Tangibilidade, Crescimento de Vendas, Fluxo de Caixa Livre, Outros Benefícios Fiscais, Singularidade, Desempenho e Lucratividade e também se utilizaram as dummies de ano para controlar o ano da observação. Os valores em negrito significam o coeficiente (estimador) obtido pela regressão e o erro padrão é apresentado na linha

seguinte. Em termos de significância estatística apresentou-se: *** para significância estatística de 1%; ** para significância estatística no nível de 5% e * para significância estatística no nível de 10%. A regressão possui erros padrão robustos, agrupados por empresa (clustered). A amostra para regressão contou com 1006 observações para ECP, 1056 observações para ELPAT, 1056 observações para ET e 1056 observações para Efin, com dados de 2004 a 2009.

As regressões apresentadas na Tabela 4 se referem a relação entre a Influência Significativa e o Endividamento. Diferentemente da concentração de controle, as empresas que possuem Influência Significativa (concentrações de ações entre 20% e 50%) apresentam, no geral, endividamento menor do que as outras empresas.

Também se encontrou uma relação positiva e significativa entre Influência Significativa e Risco, Tangibilidade, Crescimento das Vendas, Fluxo de Caixa Livre, Lucratividade e Ano. Apresentaram relação negativa e significativa as variáveis: tamanho, singularidade e desempenho.

Discussão dos Resultados

As empresas que possuem concentração de controle são, no geral, mais endividadas. Esse achado encontra-se de acordo com as pesquisas de Demsetz (1983), Shleifer e Vishny (1997), Agrawal e Nagarajan (1990), Leavell e Maniam (2009), Landstrom e Winberg (2000); Gómez-Mejía *et al.* (2007), Baker e Wurgler (2002), Schnorremberger e Procianny (2004) e Soares e Kloeckner (2008) entre outros. Alguns desses autores afirmam que existe relação entre concentração de controle e endividamento, mas não apontam se essa relação é positiva ou negativa. Neste trabalho mostra-se que essa relação é positiva e significativa. Para os índices de Endividamento Financeiro (Efin) não se encontrou relação significativa.

Quando se analisa a influência significativa do acionista, mesmo não havendo controle, os índices de Endividamento Total (ET), Endividamento de Curto Prazo (ECP) e Endividamento de Longo Prazo (ELPAT) possuem relações negativas e significativas. Não houve significância estatística na relação entre Endividamento Financeiro e Influência Significativa. Essa relação é contrária aos estudos de Jensen *et al.* (1992) e Friend e Lang (1988).

Os resultados acima poderiam ser visualmente apresentados na figura 1.

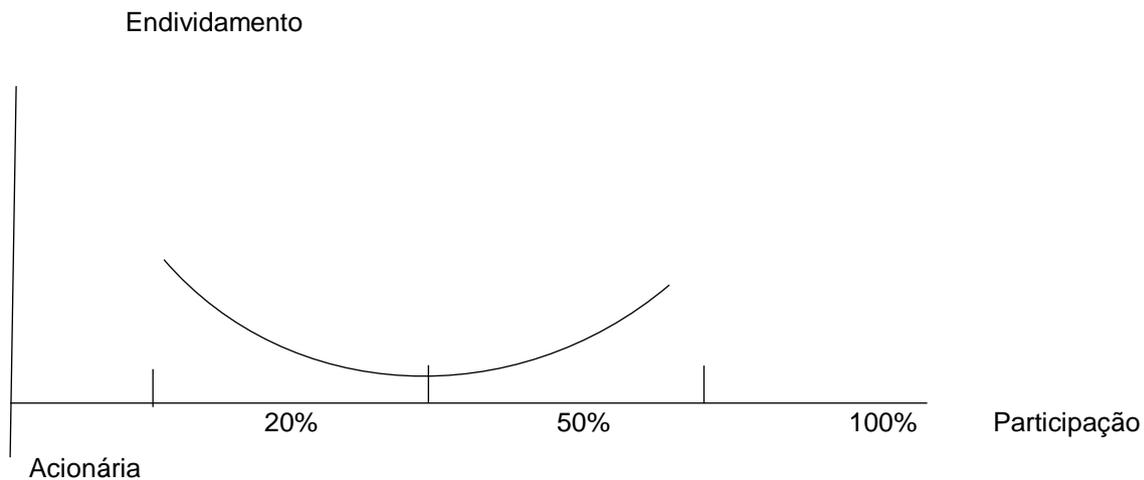


Figura 1. Representação da relação entre participação acionária e endividamento.

Assim, entende-se, pela visualização da figura 1, que a medida em que aumenta a influência significativa de determinados acionistas na empresa, mas sem o controle, o endividamento diminui. Entretanto, a partir da obtenção do controle, o acionista controlador tende a aumentar o endividamento da empresa.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Existe relação entre empresas de controle concentrado e endividamento da empresa, portanto não se rejeita H1. Essa relação se mostrou positiva e significativa (no nível de 10%) para o endividamento total e de curto prazo. Essa relação é contrária aos estudos de Jensen *et al.* (1992), Friend e Lang (1988), mas se mostra parcialmente de acordo com o estudo de Procianoy e Kraemer (2001) nas empresas brasileiras. Para Procianoy e Kraemer (2001), não houve evidências de diminuição do endividamento quando houve separação entre diferentes tipos de controle acionário. Nesta pesquisa as evidências mostram o contrário. Existe relação, mas, para controle concentrado, ela é positiva. É possível inferir, dessa forma, que a concentração de controle pode vir a interferir positivamente nas relações com o endividamento da empresa, fazendo que os controladores tenham uma tendência a expropriação de capital dos acionistas minoritários por meio do maior endividamento

da empresa. Essas evidências também estão de acordo com Brito *et al.* (2007).

Também na linha da pesquisa de Procianoy e Kraemer (2001), é possível observar que, na amostra estudada, existe relação entre influência significativa e o endividamento da empresa, portanto não se rejeita H2. No entanto, essa relação, diferentemente do controle concentrado, mostra-se negativamente relacionada ao endividamento. Isso quer dizer que as empresas que possuem acionista influente (mas não controlador) tendem a ser menos endividadas do que as demais. Uma possível explicação para essa observação seria o fato de que o acionista influente, por não ter maioria dos votos, não buscaria expropriação de capital. Essas evidências podem corroborar o resultado do trabalho de Soares e Kloeckner (2008), que afirmam ser o Brasil um país propício à expropriação de riquezas. No entanto, quando se trata de concentração menor de controle, essas empresas são menos propícias a expropriação.

A pesquisa mostrou ainda que existe uma relação entre o endividamento e a gestão do controlador da empresa. No entanto, diferentemente do que se observou no primeiro caso, essa relação se apresentou negativa. Isso pode indicar justamente o viés cognitivo do gestor controlador na gestão da empresa. Nesse sentido, não se encontraram trabalhos no Brasil e no exterior que tratassem exatamente desse perfil, o que pode indicar um campo de exploração para novas pesquisas. Existe também uma relação negativa entre a gestão do acionista influente e o endividamento da empresa – outro aspecto deste trabalho que poderia tornar-se tema de pesquisas futuras.

O ponto da pesquisa é a separação entre o controle e influência significativa. O controle aqui descrito considerou indivíduos ou empresas com mais de 50% das ações. Podem existir outros casos – grupos que controlam empresas ou acordos de acionistas – não considerados neste trabalho.

Sabe-se, também, que o perfil do gestor e a cultura da empresa podem influenciar nas decisões de endividamento. No entanto, não será foco deste trabalho fazer essa associação e, por isso, entende-se que pequenas distorções ainda poderão ser observadas. A relação entre esses elementos poderia, entretanto, ser matéria de novos estudos em outros trabalhos. A ambiguidade dessas classificações sempre vai existir, porque as definições operacionais são argumentos estabelecidos para esta pesquisa.

Espera-se, entretanto, com os resultados obtidos, que as descobertas desta pesquisa possam auxiliar o estudo das empresas com controle acionário, servindo de ponto de partida para outras pesquisas. Esse é um tema bastante importante para as Ciências Sociais e merece a atenção destinada a ele.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Agrawal, A. & Nagarajan, N. (1990). *Corporate Capital Structure, Agency Costs, and Ownership Control: The Case of All-Equity Corporations*. *Journal of Finance*, 45 (3), 1325-1331.

Anderson, R. & Reeb, D (2004). Board Composition: Balancing Family Influence in S&P 500 Corporations. *Administrative Science Quarterly*, 49 (2), 209-217.

Anderson, R. & Reeb, D. (2003). Founding-Family Ownership and Corporation Performance: Evidence from the S&P 500. *Journal of Finance*, 58 (3), 1301-28.

Baker, M. & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *Journal of Finance*, 57 (1), 1-32.

Barros, L. (2005). *Decisões de Financiamento e de Investimento das Empresas sob a Ótica dos Gestores Otimistas e Excessivamente Confiantes*. Tese de Doutorado em Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

Berens, J. & Cuny, C. (1995). The capital structure puzzle revisited. *The Review of Financial Studies*, 8 (4), 1185-208.

Bovespa (2012). *Sistema de Informação da Bovespa*. São Paulo (Brasil): Bovespa.

Bowman, J. (1984). Content analysis of annual reports for corporate strategy and risk. *Sloan Management Review*, 14 (1), 61–71.

Brealey, R., Myers, S. & Allen, F. (2008). *Princípios de Finanças Corporativas*. São Paulo: Mcgraw-Hill.

Brigham, E. & Ehrhardt, M. (2009). *Fundamentals of Financial Management*. Mason: South-Western Cengage Learning.

Brito, G. (2010). *Conservadorismo contábil e o custo do crédito bancário no Brasil*. São Paulo, 2010. Tese de Doutorado em Ciências Contábeis Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

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

Chung, K & Pruitt, S. (1994) A Simple Approximation of Tobin's Q. *Financial Management*, 23,

Chung, K. & Pruitt, S. (1994). A simple approximation to Tobin's Q. *Financial Management*, 23 (3), 70-74

Coller, M., Yohn, T.L. (1997). Management forecasts and information asymmetry: an examination of bid-ask spreads. *Journal of Accounting Research*, 35 (2), 181–191.

Copeland, T., Weston, J. & Shastri, K. (2003). *Financial Theory and Corporate Policy*. Boston: Pearson Addison Wesley.

Crowther, D. and Rayman-Bacchus, L. (2004). The Future of Corporate Social Responsibility. in Crowther, D. and Rayman-Bacchus, L. (eds), *Perspectives on Corporate Social Responsibility*. Aldershot: Ashgate, 229-249

Dami, A., Rogers, P., Ribeiro, K. & SOUSA, A. (2007). Corporate Governance and Ownership Structure in Brazil: Causes and Consequences. *Corporate Ownership & Control*, 5 (2), 1-15.

De Angelo, H. & Masulis, R. (1980). Optimal Capital Structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, 8 (1), 3-29.

Dedoussis, E. & Papadaki, A. (2010). Investment spending and corporate governance. *Managerial Finance*, 36 (3), 201-224.

Demsetz, H. (1983). The structure of ownership and the theory of the corporation. *Journal of Law and Economics*. 26 (2), 375–394.

Diamond, D. (1985). Optimal release of information by firms. *Journal of Finance*, 40, 1071–1094.

Diamond, D. (1989). Reputation Acquisition in Debt Markets. *Journal of Political Economy*, 4 (97), 828-862.

Donaldson, G. (1961). *Corporate Debt Capacity: A study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*. Boston (USA): Division of Research, Harvard Graduate School of Business Administration

Eisenhardt, K. (1989). Agency Theory: An Assessment and review. *Academy of Management Review*. 14 (1), 57-74.

Fama, E. & French, K. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *The Review of Financial Studies*, 15 (1), 1–33.

Fama, E. & Miller, M. (1972). *The Theory of Finance*. New York: Dryden Press.

Fama, E. & Jensen, M. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26 (2), 301-325.

Firth, M. (1995). The impact of institutional stockholders and managerial interest on the capital structure of corporations. *Managerial and Decision Economics*, 16, 167-175.

Formigoni, H. (2008). A Influência dos incentivos fiscais sobre a estrutura de capital e a rentabilidade das companhias abertas brasileiras não financeiras. Tese de Doutorado da Universidade de São Paulo.

Friend, I. & Hasbrouck, J. (1987). Determinants of Capital Structure. *Research in Finance*, 7, 1-19.

Friend, I. & Lang, L. (1988). An Empirical Test of the Impact of Managerial Self- Interest on Corporate Capital Structure. *Journal of Finance*, 43, 271-281.

Gomes, G. e Leal, R. (2001). Determinantes da estrutura de capitais das empresas brasileiras com ações negociadas em bolsas de valores. Leal, R., Costa JR, N. & Lemgruber, E. (Ed.). *Finanças Corporativas*. São Paulo, Atlas.

Gómez-Mejía, L., Haynes, K., Núñez-Nickel, M., Jacobson, K. & Moyano-Fuentes, J. (2007). Socioemotional wealth and business risks in family-controlled corporations: evidence from Spanish olive oil mills. *Administrative Science Quarterly*, 53 (1), 106-137.

Gómez-Mejía, L., Makri, M. & Kintana, M. (2010). Diversification decisions in family-controlled corporations. *Journal of Management Studies*, 47 (2), 223-252.

Gourevitch, P. & Shinn, J. (2005). *Political Power & Corporate Control. The new global politics of corporate governance*. New Jersey: Princeton University Press.

Grossman, S. & Hart, O. (1988).. One share–one vote and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 20, 175–202.

Greene, W. (2012). *Econometric Analysis*. London: Prentice Hall Inc.

Hair, J., Anderson, R., Tatham, R. e Black, W. (2005). *Análisis Multivariante*. Madrid: Prentice-Hall

Hackbarth, D., Hennessy, C. & Leland, H (2007). Can the Trade-off Theory Explain Debt Structure? *The Review of Financial Studies*, 20 (5), 1389-1428.

Harris, M. & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *Journal of Finance*. 46 (2), 297–355.

Hirshleifer, D. e Thakor, A. (1993). Managerial reputation, project choice and debt. *Financial Management*, 22 (2), 145-160.

International Accounting Standard Board (IASB, 2013). System of Information about IAS. IASB

Jensen, G., Solberg, D. & Zorn, T. (1992). Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 247-63.

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

Jensen, M. (1986). Agency costs of free-cash-flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76, 323–329.

Junaid-UI-Haq, Nasir, R. & Wasimullah (2011). Pecking order and trade-off model: theory vs practice. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 2 (12), 346-357.

Karamanou, I., Vafeas, N (2005). The association between corporate boards, audit committees, and management earnings forecasts: an empirical analysis. *Journal of Accounting Research*, 43 (4), 453–486.

Kayo, E. & FAMÁ, R. (1997). Teoria da agência e crescimento: evidências empíricas dos efeitos positivos e negativos do endividamento. *Caderno de Pesquisas em Administração*, 2 (5), 2-8.

Laffont, J. & Martimort, D. (2001). *The Theory of incentives: the principal-agent model*. New York, Princeton University Press.

Landstrom, H. & Winberg, J. (2003). *Financial bootstrapping in small businesses: Examining*. Blackwell Publishing for the American Financial Association.

LaPorta, R., Lopez-de-Silanes, F. & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54 (3), 471–517.

LaPorta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Finance Economics*, 54 (3), 3–27.

Leal, R., Carvalho da Silva, A. & VALADARES, S. (2002). Estrutura de Controle e Propriedade das Companhias Brasileiras de Capital Aberto. *Revista de Administração Contemporânea*, 6 (1), 7-18.

Leavell, H. & Maniam, B. (2009). A survey of small business debt financing practices. *The Business Review*, 1 (1), 37-42.

Lei, Q., Lin, B & Wei, M. (2013). Types of agency cost, corporate governance and liquidity. *Journal of Accounting & Public Policy*, 32 (1), 147-172.

Leuz, C., Verrecchia, R. (2000). The economic consequences of increased disclosure. *Journal of Accounting Research*, 38 (1), 91–124

Lopes, A. & Martins, E. (2005). *Teoria da Contabilidade*. São Paulo: Atlas.

Lopes, A. (2004). *Teoria Avançada da Contabilidade*. São Paulo: Atlas.

Martins, O & Paulo, E. (2010). Reflexo da Adoção Das Ifrs Na Análise De Desempenho Das Companhias De Capital Aberto No Brasil, *Revista de Contabilidade e Organizações*, 4 (9), 30-54

Minichilini, A., Corbetta, G. e MacMillian, I. (2010). Top management teams in family-controlled corporations: 'Familianness', 'Faultliness', and their impact on financial performance. *Journal of Management Studies*, 47 (2), 205-222.

Modigliani, F & Miller, M. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, 48, 261–97.

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

Morck, R., Strangeland, D. & Yeung, B (2000). *Inherited wealth, corporate control, and economic growth: The Canadian disease*. Morck, P. (ed.). Concentrated Corporate Ownership. Chicago: University of Chicago Press, 319–69.

Moreira, M. & Puga, F. (2000). Como a indústria financia o seu crescimento - uma análise do Brasil pós-real. *Revista de Economia Contemporânea*, Ed. especial, 5, 35-67.

Myers, S. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, 39, 575–592.

Myers, S. e Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when corporations have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187–221.

Nakamura, W., Martin, D., Forte, D., Carvalho Filho, A., Costa, A. e Amaral, A. (2007). Determinant Factors of Capital Structure in the Brazilian Market: An Analysis of the Regression with data covering the period from 1999 to 2003. *Revista de Contabilidade e Finanças*, 18 (44), 72-85.

Nogueira, I., Lamounier, W. & Colauto, R. (2007). Determinantes do Q de Tobin para o setor siderúrgico: Estudo em Companhias Abertas Brasileiras e Americanas. Gramado (Brasil): I Congresso-Associação Nacional dos Programas de Pós-graduação em Ciências Contábeis, 1-17.

Penman, S. (2013). *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. London: McGraw-Hill/Irwin

Perobelli, F. & Fama, R. (2002). Determinantes da estrutura de capital: Aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 37, 52-85.

Perobelli, F., Silveira, A. & Barros, L. (2005). Fatores Determinantes da Estrutura de Capital: Novas Evidências no Brasil. São Paulo (Brasil): Anais do V Encontro Brasileiro de Finanças da Sociedade Brasileira de Finanças.

Popper, K. (1975). *A lógica da pesquisa científica*. São Paulo: Cultrix.

Procianoy, J., Antunes, M. (2001). Os Efeitos das Decisões de Investimentos das Empresas sobre os Preços de suas Ações no Mercado de Capitais. Campinas (Brasil): XXV ENANPAD, 163-83.

Procianoy, J., Kraemer, R. (2001). Estrutura de capital: um enfoque sobre a capacidade máxima de utilização de recursos de terceiros das empresas negociadas na bolsa de valores de São Paulo. *In: LeaL, R., Costa JR., N. & Lengruher, E.F. Finanças corporativas*. São Paulo: Atlas, 58-77.

Ross, S. (1977). The Determination of Financial Structure. The Incentive signaling Approach. *Bell Journal of Economics*, Spring, 23-40.

Sawabe, N. (2005). Accounting for public interest: a Japanese perspective. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 18 (5), 631-647.

Schnorrenberger, A. & Procianoy, J. (2002). A Influência da Estrutura de Controle nas Decisões de Estrutura de Capital das Companhias Brasileiras. Rio de Janeiro (Brasil): 2º Encontro Brasileiro de Finanças.

Schnorrenberger, A. & Procianoy, J. (2004). A Influência da Estrutura de Controle nas Decisões de Estrutura de Capital das Companhias Brasileiras. *Revista Brasileira de Economia*, 58 (1), 121-46.

Segura, L. (2012). *A influência da gestão e do controle de familiares e do fundador sobre o endividamento das empresas abertas brasileiras: Evidências Empíricas*. Tese de Doutorado da Universidade Presbiteriana Mackenzie.

Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (SEBRAE, 2010). *Boletim Estatístico da Pequena e Média Empresa*, São Paulo (Brasil): Observatório SEBRAE.

Shleifer, A. & Vishny, R. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 94 (3-Parte I), 461-488.

Shleifer, A. & Vishny, R. (1997). A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, 52 (2), 737-783.

Silveira, G. (2010). O Impacto da Adesão às Práticas Recomendadas de Governança Corporativa no Índice de Qualidade da Informação Contábil das Corporations no Brasil. (2º Colocado no Prêmio IBGC / ITAU). São Paulo: Academia e Imprensa.

Siqueira, T. (1998). Concentração da Propriedade nas Empresas Brasileiras de Capital Aberto. *Revista do BNDES*, 5 (10), 37-62.

Soares, R. & Kloeckner, G. (2008). Endividamento em corporations com alta propensão à expropriação: o caso de corporations com um controlador. *Revista de Administração de Empresas (RAE)*, 48 (4), 73-96.

Stiglitz, J. (1968). A Re-Examination of the Modigliani-Miller Theorem. *American Economic Review*, 59 (5), 368-386.

Strong, D. (2005). *Estudo sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras no período pós Plano Real (1995-2005)*. São Paulo (Brasil): Tese de Doutorado. Universidade Presbiteriana Mackenzie.

Stulz, R. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26 (1), 3-27.

Thaler, R. & Barberis, N. (2003). A survey of behavioral finance. In: Constantinides, G., Harris, M.; Stulz, R. (Orgs.). *Handbook of the economics of finance*. New York: North Holland.

Thomsen, S. e Pedersen, T. (1997). European ownership concentration:

causes and consequences. Institute of International Economics and Management. Copenhagen: Copenhagen Business School.

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

Tonneto Filho, V. & Fregonesi, M. (2010). *Análise da variação nos índices de Endividamento e liquidez e Do nível de divulgação das empresas do setor de alimentos processados com a adoção das normas internacionais*. São Paulo (Brasil): Congresso USP de Controladoria e Contabilidade.

Valadares, S. & Leal, R. (2000). Ownership and control structure of Brazilian corporations. *Abante*, 3 (1), 29-56.

van Den Bergh, L. & Carchon, S. (2003). Agency Relations within the Family Business System: an exploratory approach, *Corporate Governance Review*, 11 (3), 171-179

Verrecchia, R. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics* 32, 97–180.

Webster, A. (2006). *Estatística Aplicada*. Trad. M.C. Soave Oliveira e H.M.A. de Castro. São Paulo: McGraw-Hill.

Williams, C. and Conley, J. (2005). An emerging third way? The erosion of the Anglo-American Shareholder Value Construct. *Cornell International Law Journal*, 38 (4), 493-551.

Wooldridge, J. (2006). *Introductory Econometrics: A Modern Approach*. New York: Thomson South-Western.

Zaha, S. (2010). Harvesting Family Corporations' Organizational Social Capital: A Relacional Perspective. *Journal of Management Studies*, 47 (2), 345-66.

Zahra, S., Hayton, J. Neubaum, D., Dibrell, C. & Craig, J. (2008). Culture of Family commitment and strategic flexibility: the moderating effect of stewardship. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 32 (6), 1035-54.