

ENDIVIDAMENTO EM FIRMAS COM ALTA PROPENSÃO À EXPROPRIAÇÃO: O CASO DE FIRMAS COM UM CONTROLADOR

DEBT IN FIRMS WITH A HIGH PROPENSION TO EXPROPRIATION: THE CASE OF CONTROLLED FIRMS

RESUMO

O mercado brasileiro caracteriza-se por estruturas de propriedade concentradas, em um ambiente legal propício à expropriação de minoritários, o que pode influenciar os incentivos aos decisores e, potencialmente, afetar a decisão sobre a utilização de dívida como forma de financiamento das empresas. Este trabalho buscou estudar o nível de endividamento em empresas controladas por um único acionista, aqui classificadas como empresas com alta propensão à expropriação de minoritários, em uma amostra de 322 empresas negociadas na Bovespa entre 1996 e 2002. Os resultados apontaram um menor nível de endividamento dessas empresas, de forma consistente com a hipótese de maior poder de monitoração dos credores. Por outro lado, o seu nível de endividamento aumenta quando decresce o direito dos majoritários aos fluxos de caixa gerados, o que sinaliza para a utilização da dívida como mecanismo de governança.

Rodrigo Oliveira Soares

Professor do Centro de Ciências Econômicas, Universidade do Vale do Rio dos Sinos
rodsoares@terra.com.br

Gilberto de Oliveira Kloeckner

Professor da Escola de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul
gokloeckner@ea.ufrgs.br

Recebido em 27.03.2008. Aprovado em 11.08.2008

Avaliado pelo sistema *double blind review*

Editor Científico: Organizadores do Fórum

ABSTRACT *The Brazilian capital market is characterized by concentrated ownership structures, in a legal environment which is propitious to the expropriation of minority shareholders, what may influence the incentives to decision makers, and mainly, affect the decision on debt as a financing source. We aimed to study the leverage of firms controlled by a single shareholder, which we classify as high propension to minority expropriation firms. The sample consisted of 322 company traded at Bovespa between 1996 and 2002. Tests results showed that the firms controlled by a single shareholder used a smaller amount of debt, what is consistent with the high monitoring capacity of debtholders. Conversely, the level of debt increases as the cash flow rights of the controller shareholder decreases, what may be a signal of the use of debt as a governance device.*

PALAVRAS-CHAVE Estrutura de capital, estrutura de propriedade, problema de agência, expropriação, mercado brasileiro.

KEYWORDS *Capital structure, ownership structure, agency problems, expropriation, Brazilian market.*

INTRODUÇÃO

O artigo seminal de Modigliani e Miller (1958) estabeleceu as premissas sob as quais a decisão sobre a estrutura de capital das empresas é irrelevante. A partir de então, têm sido construídas teorias que visam explicar o endividamento das empresas a partir do relaxamento desses pressupostos, o que tem permitido enfoques distintos por diferentes correntes teóricas.

Este trabalho busca embasamento na teoria de agência (JENSEN e MECKLING, 1976; JENSEN, 1986), que tradicionalmente considera conflitos entre gerentes e acionistas e entre acionistas e credores. Entretanto, o primeiro conflito tende a ocorrer em firmas onde se dá a separação de propriedade e controle pela pulverização do capital. Aspectos do mercado brasileiro como a estrutura de propriedade concentrada e ampla utilização de ações sem direito a voto (LEAL, CARVALHAL-DA-SILVA e VALADARES, 2002; ALDRIGHI e MAZZER NETO, 2007; VALADARES, 2002), além de um ambiente legal com baixo nível de proteção aos minoritários (LA PORTA e outros, 1999A; BRITO e LIMA, 2005), permitem especulações sobre a importância, no país, do conflito entre majoritários e minoritários. Tais características afetam, potencialmente, os incentivos para a ação dos indivíduos na empresa, podendo influir na decisão sobre o nível de endividamento, fenômeno evidenciado por Procianny e Schonorrenberger (2004) ao estudarem a influência da estrutura de propriedade na estrutura de capital das empresas no Brasil.

Este estudo visa a investigar a decisão de endividamento em situações onde há alta propensão à expropriação de minoritários. Argumenta-se que a existência de um único controlador pessoa física, aliada ao descasamento entre direitos a fluxos de caixa e direito ao voto, em um ambiente legal onde há fraca proteção aos acionistas minoritários, funciona como um incentivo à expropriação. Por sua vez, a estrutura de incentivos em empresas com alta propensão à expropriação pode influenciar a decisão de endividamento, uma vez que a dívida pode atuar como um mecanismo de governança.

Ressalta-se, como contribuição, a consideração da oportunidade específica proporcionada pelo mercado brasileiro, incluindo tanto o ambiente legal quanto a concentração acionária, que geram incentivos à expropriação de minoritários. Utilizaram-se, como definição de empresa com alta propensão à expropriação, as empresas com um único acionista controlador, sendo que a definição de controle foi considerada a partir de três diferentes critérios, conforme será visto posteriormente.

Como estrutura de trabalho, propõe-se, primeiramente,

considerar aspectos sobre o conflito entre majoritários e minoritários, contextualizando o problema no Brasil. Em seguida, explicitam-se as proposições de pesquisa e o seu método. Na seção seguinte, analisam-se os resultados. Finalmente, apresentam-se as considerações finais.

CONCENTRAÇÃO ACIONÁRIA E O CONFLITO ENTRE MAJORITÁRIOS E MINORITÁRIOS

Uma questão deve ser considerada ao analisar esse conflito: por que possuir grande quantidade de ações de uma só empresa se a diversificação diminui o risco? Uma resposta possível é que deve haver benefícios que justifiquem esse maior risco. O conflito entre majoritários e minoritários toma forma pela expropriação desses últimos e, de acordo com Dick e Zingales (2004), essa expropriação, também referida como extração de benefícios privados do controle, vem ocupando lugar central na literatura.

A pulverização do capital, conforme destacado por La Porta e outros (1999), não é a forma de estrutura de propriedade dominante no mundo. Apesar disso, grande parte das teorias no campo de finanças a considera implícita ou explicitamente. No ambiente brasileiro, a estrutura de propriedade possui um importante papel. Valadares e Leal (2000) investigaram a concentração acionária nas empresas S.A. de capital aberto no Brasil em 1997. Os resultados mostraram uma estrutura concentrada para a maior parte das empresas, o que praticamente elimina a possibilidade de *takeovers* no Brasil. Isso pode contribuir para a ineficiência, pois a possibilidade de tomada de controle incentiva os gestores a maximizar o valor das ações. Outro ponto destacado no estudo foi a ampla utilização de ações com direitos de voto diferenciados (apenas 35% das empresas estudadas não possuíam preferenciais). A existência no Brasil de estruturas piramidais e ações com direitos diferenciados de voto proporcionam o controle com um percentual de capital menor que 50%, o que potencializa ainda mais os incentivos causados pela existência de controle acionário, tornando a estrutura de propriedade um importante aspecto a ser considerado no mercado brasileiro.

Por sua vez, o ambiente legal é um assunto que tem ocupado lugar de destaque nos estudos sobre finanças corporativas. Uma vez que as normas e a obrigatoriedade do seu efetivo cumprimento são elementos essenciais para fazer valer os direitos dos investidores – acionistas quanto credores –, o ambiente legal passa a ser de vital importância. La Porta e outros (1998) estudaram a proteção legal aos direitos dos acionistas em diversos países,

encontrando diferenças na qualidade da proteção aos investidores, de acordo com o tipo de base legal vigente. O estudo apontou que nos países baseados na Lei Comum Britânica os direitos dos investidores têm sido mais protegidos, sendo que os países baseados na Lei Civil Francesa, caso do Brasil, são os que proporcionam o menor nível de proteção aos investidores. Trabalhos sobre o ambiente legal e a expropriação de minoritários têm sido empreendidos no Brasil. Exemplos são os de Nenova (2001) e Saito (2001). O ambiente com fraca garantia legal também é explorado no trabalho de Brito e Lima (2005), que estudaram a estrutura de capital das empresas no Brasil, inclusive a análise da origem dos controladores (privados ou públicos, nacionais ou estrangeiros). Os autores encontraram evidências que permitiram concluir que as empresas privadas nacionais são mais expostas aos custos de agência, fortalecendo o *pecking order*.

O ambiente legal brasileiro, somado à estrutura de propriedade concentrada, proporciona oportunidades para expropriação, originando o conflito de agência entre controladores e minoritários.

Um único controlador versus acordo de acionistas

O controle acionário, além existir quando um acionista possui mais que 50% dos votos, também pode ser exercido por grupos, por meio dos chamados acordos de acionistas. Aldrighi e Mazzer Neto (2007) definem tais acordos como “um registro legal de compromisso de voto acordado entre alguns acionistas”.

O controle exercido por meio de acordo de acionistas, com mais de um grande participante no grupo controlador, tende a tornar as empresas menos propensas à expropriação, já que os interesses do grupo de controle podem, dependendo da ocasião, ser diversos. Pode haver diferenças de perfis no grupo de controle, em termos de aversão ao risco (diferentes níveis de diversificação), em termos de necessidades de caixa e horizonte de investimentos (miopia de investimentos), entre outras. Ademais, o incentivo à monitoração por parte de grandes acionistas (problema de *free rider* – ver Grossman e Hart, 1980) é maior, fazendo com que haja tendência de monitoração cruzada entre os participantes do controle.

Por sua vez, o controle exercido por apenas um acionista pessoa física tende a exacerbar o incentivo à expropriação, devido ao seu maior poder discricionário.

Incentivos para a minimização do conflito

Uma primeira análise pode considerar que os controladores consumirão o máximo de benefícios privados, o que pode ser questionado com base em Jensen e Meckling (1976),

que afirmam que o mercado é composto, inclusive, pelos minoritários e, sendo racional, irá prever esse problema. Isso pode causar rejeição do mercado às ações da firma, diminuindo seu valor e dificultando, ou desincentivando, a captação a partir dessa modalidade de financiamento.

Por sua vez, a dívida pode ser utilizada como um mecanismo de governança, de forma a minimizar a expropriação. Jensen e Meckling (1976) apregoam que firmas endividadas possuem menos fluxos livres de caixa a serem consumidos, além da maior capacidade de monitoração dos credores. Analisando, por sua vez, o percentual sobre os fluxos de caixa a que o controlador tem direito, os incentivos à expropriação são tanto menores quanto maior for a sua participação no capital total. Assim à medida que aumentam os direitos a fluxos de caixa, diminui a função da dívida como elemento atenuador desse conflito.

Dadas as condições de existência do conflito entre majoritários e minoritários no Brasil, proporcionadas pela legislação e pela concentração da propriedade, além das evidências empíricas verificadas, pode-se esperar que o país seja adequado para estudos empíricos sobre estrutura de capital em ambientes propícios à extração de benefícios privados do controle.

Proposições derivadas

Considerando-se que a definição de controle incentiva a extração de benefícios privados por parte do majoritário e, ainda, que os credores possuem, além da maior capacidade de monitoração que os acionistas minoritários, a prerrogativa de requerer a falência da empresa em casos de inadimplência, uma primeira proposição pode ser efetuada:

Proposição 1: Empresas onde existe um acionista controlador definido recorrem menos à dívida para financiar o seu crescimento.

Entretanto, o argumento de Valadares (2002), sobre a importância de mecanismos inibidores do conflito de agência, vai de encontro à Proposição 1. Considerando o endividamento como um desses mecanismos, empresas com controle definido tenderiam a se endividar, sinalizando ao mercado a atenuação dos conflitos. Além disso, diante de um provável baixo interesse do mercado, por emissões de firmas com alto potencial de expropriação, a dívida pode ser a única alternativa para o financiamento externo. Isso justifica uma negação da Proposição 1:

Proposição 2: Empresas onde existe um acionista controlador definido recorrem mais à dívida para financiar o seu crescimento.

A terceira proposição parte de dois motivos: o primeiro é que, quanto maior o percentual de capital do controlador, maior será a possibilidade de que a perda dos benefícios privados do controle, decorrentes da maior monitoração causada pelo endividamento, seja compensada pelos fluxos de caixa oriundos de novos projetos. Isso é consistente com a idéia de alinhamento de interesses de Jensen e Meckling (1976). O segundo é que o controle exercido por estruturas indiretas aumenta os incentivos para o financiamento por ações, pois o percentual a ser subscrito pelo controlador, de forma a manter controle, é menor.

Proposição 3: Em empresas onde existe um acionista controlador definido, quanto maior o percentual de ações que o controlador detém, maior será o endividamento da empresa.

Por outro lado, o desejo de manter a possibilidade de novas emissões e a rejeição do mercado por ações de empresas controladas, em que o controlador possui um baixo percentual de fluxos de caixa, são argumentos contra a Proposição 3. Quanto maior a posse de capital do controlador, menor o incentivo à expropriação, pois o aumento da sua participação diminui o seu benefício com a expropriação, além de o consumo de benefícios privados contribuir para baixar o preço das ações, e, quanto maior sua propriedade, maior a perda. Assim, empresas controladas em que o controlador possui grande parte dos fluxos de caixa não precisariam sinalizar por meio da dívida, suscitando uma quarta proposição que contradiz a terceira.

Proposição 4: Em empresas onde existe um acionista controlador definido, quanto maior o percentual de ações que o controlador detém, menor será o endividamento da empresa.

MÉTODO

Este trabalho utilizou dois testes não-paramétricos, além de regressões com dados em painel, para os testes relacionados às proposições. Nesta seção, são descritos os procedimentos de amostragem e coleta de dados, bem como os testes efetuados.

A amostra e a coleta dos dados

O universo corresponde às empresas negociadas na Bovespa, no período de 1996 a 2002. Foram excluídas as instituições financeiras, pois o endividamento faz parte da sua atividade fim. A amostra final foi composta por 322

empresas. Cabe ressaltar que se exigiu que as empresas apresentassem informações para pelo menos três anos no período estudado.

As fontes dos dados são distintas: os contábeis, bem como aqueles para o critério de definição de controle CON3, foram extraídos do Economática Pró® (Economática, 2003). Já os dados sobre estrutura de propriedade, para os critérios CON1 e CON2, vêm das IAN's (CVM, 2003). Finalmente, os dados sobre fundos de pensão foram retirados de uma lista de associados à Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (ABRAPP, 2003).

Testes não-paramétricos

O objetivo desses testes foi proporcionar maior robustez ao tratamento estatístico, pois eles são menos restritivos quanto aos pressupostos acerca das distribuições estatísticas. Tais testes (testes I e II) foram efetuados com o auxílio do *software* SPSS®.

Teste I

O teste I consistiu na separação dos dados em duas categorias, de acordo com a definição de controle, sendo realizado o teste U de Mann-Whitney entre essas e os indicadores de endividamento. Assim, foi verificada a existência de diferenças no nível de endividamento das categorias. O sinal da relação foi verificado pela média dos *ranks*.

Foram considerados três critérios para definição de controle:

Definição 1: empresa com controle definido é aquela em que existe um acionista, pessoa física, que possui, direta e/ou indiretamente (por meio de pirâmides), 50% das ações com direito a voto, desconsiderando as ações em tesouraria, ou seja, dividindo os percentuais do primeiro nível por: 1 menos o percentual de ações em tesouraria (doravante referida como CON1).

Definição 2: empresa com controle definido é aquela em que existe um acionista, pessoa física, que possui, direta e/ou indiretamente, 50% das ações com direito a voto, desconsiderando, além das ações em tesouraria, os acionistas dispersos (componentes do grupo com a denominação "outros", ou seja, aqueles com menos do que 5% do capital) (doravante denominada CON2).

Definição 3: empresa com controle definido é aquela em que existe um acionista, pessoa física ou jurídica, que possui, diretamente, 50% das ações com direito a voto. Nesse caso desconsideram-se possíveis pirâmides abaixo do primeiro nível (referida como CON3).

Foram utilizados quatro indicadores de endividamento, descritos a seguir (entre parênteses e em negrito, as siglas para a referência aos indicadores): Exigível a Longo Prazo / Patrimônio Líquido (ELP_PL); (Passivo Circulante + Exigível a Longo Prazo) / Patrimônio Líquido (PCELP_PL); (Passivo Circulante + Exigível a Longo Prazo) / Ativo Total (PE_AT); e Exigível Total/(Exigível Total + Valor de Mercado da Empresa) (DIV_VR).

Teste II

O teste II utilizou a prova não-paramétrica da Análise de Variância por *ranks* de Kruskal-Wallis nas proposições 3 e 4. Para o teste, uma subamostra de empresas com controle definido (de acordo com cada um dos critérios CON1, CON2 e CON3) foi dividida em quintis, de acordo com o percentual acionário do controlador, de forma semelhante à usada por Grinstein e Michaely (2005). Possíveis diferenças entre os quintis denotariam que são oriundos de populações diferentes.

Análise de dados em painéis

Os testes III e IV utilizaram regressões com dados em painéis não balanceados. A análise de dados em painéis possui a vantagem de permitir a análise de questões que não podem ser verificadas somente por meio de dados transversais ou de dados em séries temporais (HSIAO, 1998). Proporciona, ainda, maior número de observações, aumentando os graus de liberdade e reduzindo a colinearidade entre as variáveis explicativas, o que aumenta a eficiência das estimações. Foi utilizado o teste de Hausman, que verifica a correlação entre o erro e os regressores, para decidir entre painéis com efeitos fixos ou aleatórios.

Teste III

O modelo para o teste das proposições 1 e 2, está especificado na equação , onde End_{it} é o endividamento da empresa i no ano t ; $ExCont_{it}$ é uma *dummy* para a existência de controle acionário na empresa i no ano t ; e VC_{jit} são variáveis de controle no modelo (variável j , de um total de 8, medida para a empresa i no ano t – tais variáveis são descritas no Quadro 1:

$$End_{it} = \alpha + \beta ExCont_{it} + \sum_{j=1}^8 \delta_j VC_{jit} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Teste IV

O modelo usado nas proposições 3 e 4 possui duas diferenças para o do Teste III: a amostra, composta por firmas com controle acionário definido, e a substituição da

variável $ExCont$, por $FCCont$, que discrimina os direitos a fluxos de caixa do controlador. A equação descreve o Teste IV e o Quadro 1 apresenta as variáveis usadas nos testes III e IV:

$$End_{it} = \alpha + \beta FCCont_{it} + \sum_{j=1}^8 \delta_j VC_{jit} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Quanto às variáveis independentes para o controle de fatores exógenos ao modelo, elas referem-se às dimensões suscitadas em diversos modelos que buscam os determinantes da estrutura de capital das empresas, cujos efeitos esperados sobre o endividamento são resumidos em Terra (2002a; 2002b), e podem ser visualizados no Quadro 2 [Brito e Lima (2005) apresentam uma tabela para sumarizar as relações teóricas entre quatro fatores e as teorias de *trade-off* e *pecking-order*, totalmente consistente com o Quadro 2].

Adicionalmente às dimensões sugeridas por Terra (2002), foram inseridas no modelo variáveis *dummy* para o controle dos diferentes regimes cambiais vividos no Brasil no período de estudo, para a existência de fundos de pensão entre os acionistas da empresa e para a existência de capital público na base acionária.

As variáveis de controle, sua definição operacional, bem como as relações esperadas, são apresentadas a seguir:

Oportunidades de crescimento: um indicador de oportunidades de crescimento que vem sendo utilizado em diversos estudos é o valor de mercado dividido pelo valor patrimonial (FAMA e FRENCH, 2002). Além desse, também foi utilizada a *proxy* crescimento anual das vendas. A relação prevista pelo *pecking order* entre oportunidades de crescimento e alavancagem é positiva, pois as empresas, de acordo com a hierarquia preferencial das fontes de financiamento, preferem a dívida à emissão de ações. Entretanto o problema do subinvestimento, suscitado por Myers (1977), considera que as empresas com altas oportunidades de crescimento serão menos endividadas. A teoria dos custos de falência também prevê um menor endividamento para empresas com altas oportunidades de crescimento. Essa variável foi ressaltada por Terra (2002a; 2002b) como uma das que são capazes de distinguir entre as teorias explicativas da estrutura de capital.

Lucratividade: a lucratividade é uma dimensão importante para a verificação das predições do *pecking order*, pois o modelo prediz que a primeira fonte de financiamento a ser escolhida pela gerência são os lucros retidos

(MYERS, 1984; MYERS e MAJLUF, 1984). A medida utilizada como indicador de lucratividade foi a razão entre o lucro antes do pagamento de juros, impostos, depreciação e amortização (EBITDA) e o ativo total, doravante denominado EBITDA_AT.

Tamanho: o tamanho é uma das variáveis ressaltadas por Terra (2002a; 2002b) como capazes de diferenciar

o *pecking order* das demais vertentes teóricas sobre a estrutura de capital. O modelo de Myers e Majluf (1984) e Myers (1984) prevê um relacionamento negativo entre essa variável e o endividamento das empresas. Empresas de maior porte tendem a produzir mais caixa, o que facilita o seu financiamento por meio de lucros retidos, que são a primeira opção na hierarquia do *pecking order*. No entanto, o tamanho pode indicar uma menor

Quadro 1 – Resumo das variáveis do modelo de teste em painéis

SÍMBOLO	VARIÁVEL	PROXIES	RELAÇÃO ESPERADA	RAZÃO TEÓRICA
Variável dependente para o teste das proposições do modelo proposto				
$End_{i,t}$	Endividamento	ELP/PL (PC+ELP)/PL (PC+ELP)/AT ET/(ET+VM)		
VARIÁVEIS INDEPENDENTES PARA O TESTE DAS PROPOSIÇÕES DO MODELO PROPOSTO				
$ExCont_{i,t}$	Existe ou não de controle acionário	EXCON1(*) EXCON2(*) EXCON3(*)	Negativa	Proposição 1
			Positiva	Proposição 2
$FCCont_{i,t}$	Fluxos de caixa do controlador	FCCON1(**) FCCON2(**) FCCON3(**)	Positiva	Proposição 3
			Negativa	Proposição 4
VARIÁVEIS INDEPENDENTES PARA O CONTROLE DE FATORES EXÓGENOS AO MODELO PROPOSTO				
$Luc_{i,t}$	Lucratividade	EBITDA/AT	Indeterminada	Variável de controle
$Tam_{i,t}$	Tamanho	LNAT	Indeterminada	Variável de controle
$OC_{i,t}$	Oportunidades de crescimento	VM/VP CRESVEN	Indeterminada	Variável de controle
$Vol_{i,t}$	Risco do negócio	DPLO/AT	Negativa	Variável de controle
$Tang_{i,t}$	Tangibilidade dos ativos	IMOB/AT	Positiva	Variável de controle
$Camb_{i,t}$	Câmbio fixo	Dummy	Indeterminada	Variável de controle
$FP_{i,t}$	Acionista fundo de pensão	Dummy	Positiva	Variável de controle
$Pub_{i,t}$	Capital público	Dummy	Positiva	Variável de controle
LEGENDA DE SIGLAS:				
ELP = Exigível a longo prazo; PC = Passivo circulante; PL = Patrimônio Líquido; AT = Ativo total; VM = Valor de mercado da ação; VP = Valor patrimonial da ação; CRESVEN = Crescimento anual das vendas; LNAT = Logaritmo natural do ativo total; EBITDA = Lucro antes de juros, imposto, depreciação e amortização; DPLO = Desvio padrão do lucro operacional (últimos 5 anos); IMOB = Ativo imobilizado líquido				
(*) Dummy para controle acionário, de acordo com as definições CON1, CON2 e CON3.				
(**) Direito do controlador aos fluxos de caixa, pelas definições CON1, CON2 e CON3.				

probabilidade de falência (Titman e Wessels, 1988) e, portanto, a vertente do *trade-off* apregoa uma relação positiva entre tamanho e endividamento. Também se pode argumentar que empresas maiores tendem a ser mais conhecidas e gozar de alguma reputação, conforme Diamond (1989), o que pode facilitar o acesso à dívida. Como indicador para essa variável, foi utilizado o logaritmo natural do ativo total (LNAT).

Risco do negócio: empresas com maior volatilidade dos fluxos de caixa tenderão a ser menos endividadas, controlando as oportunidades de crescimento, devido à necessidade de flexibilidade para cobrir déficits de caixa (FAMA e FRENCH, 2002). Como *proxies* para volatilidade, utilizou-se o desvio padrão do lucro operacional dividido pelo ativo total. Optou-se por tal indicador, em relação à volatilidade da receita, devido ao fato de o lucro operacional incluir os efeitos da alavancagem operacional sobre o resultado. Os desvios padrão foram computados, levando-se em consideração o período dos últimos cinco anos.

Tangibilidade dos ativos: ativos tangíveis podem ser utilizados como garantia real para dívidas, diminuindo o risco de empréstimos. Dessa forma, pode-se esperar que empresas cujos ativos são em sua maior parte intangíveis tenham maior dificuldade de se endividar, e, conseqüentemente, espera-se uma relação direta entre a tangibilidade dos ativos e o nível de endividamento. Como *proxy* para a tangibilidade dos ativos foi utilizada a razão entre o ativo imobilizado líquido e o ativo total.

Câmbio fixo: uma vez que houve uma mudança no regime cambial a partir de 1999, foi utilizada uma *dummy* para captar seus possíveis efeitos no endividamento

das empresas. A relação entre esta variável e o nível de endividamento é indeterminada.

Fundos de pensão: uma vez que o investimento no mercado acionário é obrigatório para os fundos de pensão, pode-se argumentar sobre a maior capacidade de monitoração dessas organizações. Assim, empresas que possuem fundos de pensão como acionistas, podem ter menor potencial para o conflito de agência entre majoritários e minoritários. Tal variável visa a um controle adicional sobre a identidade dos acionistas da empresa.

Capital público: a presença de capital público na base acionária das empresas também foi controlada devido à possibilidade de que empresas onde existe capital dessa natureza possuam menor possibilidade de falência.

O Quadro 3 resume as proposições teóricas efetuadas neste trabalho, bem como os testes a serem utilizados para testá-las.

A estatística descritiva para as variáveis utilizadas nos testes descritos pode ser visualizada na Tabela 1.

RESULTADOS DOS TESTES

Partindo da apresentação dos dados utilizados neste trabalho, bem como da forma como foram coletados, passa-se, então, à apresentação e à discussão dos resultados com base no que se mostrou na seção anterior.

O teste U de Mann Whitney

Os resumos dos testes U constam na Tabela 2. Destaca-se que, dependendo do critério para controle acionário, diferentes *proxies* do nível de endividamento foram sig-

Quadro 2 – Dimensões testadas e o sinal esperado de acordo com a classificação teórica

DIMENSÕES	EFEITO ESPERADO SOBRE O ENDIVIDAMENTO		
	STATIC TRADE-OFF	ASSIMETRIA INFORMACIONAL	PECKING ORDER
Tangibilidade	Positivo	Positivo	Positivo
Lucratividade	Positivo	Positivo	Negativo
Tamanho	Positivo	Negativo	Negativo
Oportunidades de crescimento	Negativo	Negativo	Positivo
Impostos	Positivo	Indeterminado	Indeterminado
Risco do negócio	Negativo	Negativo	Negativo

Fonte: Terra (2002a; 2002b).

nificativas. PE_AT somente foi significativa para o critério de controle CON3. Por outro lado, as variáveis DIV_VR, ELP_PL e PCELP_PL apresentaram significância ao nível de 5% (ou menos) para o critério de controle CON2. No caso do critério CON1, as variáveis *proxy* ELP_PL e DIV_VR apresentaram resultado significativo a 5%. Também o sinal da relação apresentou diferenças: para os critérios CON1 e CON2, em cinco dos modelos a relação entre endividamento e existência de controle apresentou-se negativa. Somente uma relação positiva significativa foi apontada, para o critério de controle CON3.

O fato de o nível de endividamento ter se mostrado significativamente diferente no grupo com controle definido, em relação ao grupo sem definição de controle, em seis das doze observações, sugere a relevância do controle para a estrutura de capital das empresas.

Teste *one-way* Anova de Kruskal-Wallis

O teste de Kruskal-Wallis utilizou a subamostra de empresas com controle definido. A Tabela 3 traz, para cada *proxy* para controle acionário definido, a significância do teste e o sinal da relação entre o percentual de capital do controlador e o nível de endividamento da empresa. Essa última relação foi verificada por meio da ordenação do *rank* médio dos quintis, e, quando não houve relação linear com a dívida, o sinal da relação foi considerado ambíguo.

Para a definição de controle CON1, verifica-se que o indicador baseado no valor de mercado da empresa (DIV_VR) foi significativo a 1%, sendo a *proxy* PE_AT significativa a 5% e ELP_PL a 10%. Para o critério CON2 a

relação foi significativa a 1% para os indicadores ELP_PL, PE_AT e DIV_VR. O último critério (CON3) apresentou relação significativa a 1% para as sub-rogadas PE_AT e DIV_VR e a 5% para a *proxy* PCELP_PL. Sobre os sinais das relações, nota-se que para todas as variáveis ele foi considerado ambíguo, ou seja, não houve uma relação linear, direta ou inversa entre os *ranks* médios dos quintis de percentual acionário do controlador e os indicadores de endividamento.

O direito a fluxos de caixa do controlador mostrou relevância em sua relação com o endividamento em nove dos doze testes, sugerindo, apesar da ambigüidade dos sinais, a importância dos potenciais conflitos entre majoritários e minoritários para o estudo da estrutura de capital no Brasil.

Tratamento para o descarte de *outliers*

A inclusão de valores extremos em análises paramétricas pode distorcer resultados, o que fez com que se optasse pelo descarte dos *outliers* antes dos testes paramétricos. Por um lado, isso pode ser criticado, pois a pesquisa visa a explicar a realidade, total ou parcialmente. Por outro, argumenta-se que esse procedimento possui a vantagem de melhoria na qualidade dos testes paramétricos, sendo válido dizer que os dados representam melhor o comportamento médio das variáveis. Para tanto, utilizou-se o critério dos gráficos *box-plot*, que, segundo Hair e outros (1998), consiste em descartar os dados que não permanecerem no intervalo compreendido entre o valor do primeiro quartil menos 1,5 vez o intervalo interquartilico e o valor do terceiro quartil mais 1,5 vez o intervalo interquartilico.

Quadro 3 - Resumo das proposições efetuadas

PROPOSIÇÃO 1	Empresas com controle definido possuem menor endividamento	Maior monitoração de credores e pagamento de juros diminui o consumo de benefícios privados	U de Mann-Whitney
			Dados em painel
PROPOSIÇÃO 2	Empresas com controle definido possuem maior endividamento	Minimização de custos de agência, viabilizando novas emissões; rejeição do mercado a novas emissões obrigando ao endividamento para financiar o crescimento	U de Mann-Whitney
			Dados em painel
PROPOSIÇÃO 3	Relação positiva entre direito a fluxos de caixa do controlador e endividamento	Quanto menor a propriedade do controlador, maior o ganho com benefícios privados, e maior a perda destes benefícios advinda da monitoração de credores e pagamento de juros	Kruskal-Wallis
			Dados em painel
PROPOSIÇÃO 4	Relação negativa entre direito a fluxos de caixa do controlador e endividamento	Minimização de custos de agência, viabilizando novas emissões; rejeição do mercado a novas emissões obrigando ao endividamento para financiar o crescimento	Kruskal-Wallis
			Dados em painel

De todos os indicadores, apenas em dois houve o descarte de mais do que 15% dos dados: PCELP_PL com 16,56% e ELP_PL com 16,51% dos dados. Em outros dois casos (EBITDA_AT com 11,81% e VOLATLO com 11,57%) o percentual descartado situou-se entre 10% e

15%. Para as demais variáveis, mais de 90% dos dados permaneceram. Ademais, os indicadores de fluxos de caixa dos controladores permaneceram com 100% dos dados.

As estatísticas descritivas após o tratamento para descartar os *outliers* é apresentada na Tabela 4. Pode-se notar

Tabela 1 - Estatística descritiva

ESTATÍSTICAS	ELP_PL	PCELP_PL	PE_AT	DIVT_VRMC	CON1	CON2	CON3
Média	1,6267	4,8824	0,8275	0,5438	0,5036	0,4799	0,4900
Desvio padrão	11,9852	78,8425	2,8644	0,3002	0,2311	0,2351	0,2470
Coef. variação	7,3678	16,1483	3,4614	0,5521	0,4589	0,4898	0,5042
1º Quartil	0,0347	0,2282	0,2613	0,3131	0,3001	0,2792	0,3004
Mediana	0,2454	0,6427	0,4588	0,5631	0,4955	0,4656	0,4607
3º Quartil	0,7034	1,5249	0,7024	0,8004	0,6854	0,6699	0,6885

ESTATÍSTICAS	EBITDA_AT	LNAT	P_VPA	CRESREC	VOLATLO	IMOB_AT
Média	0,9868	12,8264	1,1692	0,3974	0,4639	3,8193
Desvio padrão	10,8827	1,7687	6,9669	8,7515	3,9992	37,3462
Coef. variação	11,0281	0,1379	5,9588	22,0232	8,6202	9,7784
1º Quartil	-0,0016	11,6092	0,3000	-0,1328	0,0139	0,0631
Mediana	0,0668	12,7791	0,6000	-0,0124	0,0450	0,3607
3º Quartil	0,1842	13,9928	1,0000	0,1320	0,1053	0,8528

Tabela 2 - Resumo do teste U de Mann-Whitney

DEFINIÇÃO DE CONTROLE	ESTATÍSTICA	VARIÁVEL			
		ELP_PL	PCELP_PL	PE_AT	DIV_VR
CON1	Mann-Whitney U	415325	425981	445579	204376
	Z	-2,4200**	-1,5180	-0,0690	-2,2140**
	Sinal da relação	Negativo	Negativo	Negativo	Negativo
CON2	Mann-Whitney U	408739,5	416517	441143	205577
	Z	-2,8980***	-2,2390**	-0,3380	-1,9750**
	Sinal da relação	Negativo	Negativo	Negativo	Negativo
CON3	Mann-Whitney U	401182	395391	379378	203325
	Z	-0,0850	-0,5960	-2,1950**	-0,3140
	Sinal da relação	Negativo	Negativo	Positivo	Positivo

* Sig. a 10% ** Sig. a 5% *** Sig. a 1%

uma diminuição substancial na variância das variáveis com o descarte dos valores extremos.

Regressões com dados em painel

Partindo dos resultados do teste de Hausman, foram efetuadas regressões em painel, para as três definições de controle (CON1, CON2 e CON3), em cada teste (Testes III e IV). Foram testadas a existência de controle (EXCONT), nas proposições 1, 2 e 5, e os fluxos de caixa

do controlador onde há controle definido (FCCONT), nas proposições 3, 4 e 6. Utilizaram-se duas *proxies* para oportunidades de crescimento (P_VPA e CRESREC), totalizando assim 48 regressões iniciais (24 na amostra total e 24 na subamostra controlada). Os testes para a verificação dos problemas nas regressões são citados no Quadro 4. As estatísticas de Durbin-Watson (DW) detectaram problemas de autocorrelação em diversas das equações.

Tabela 3 - Resumo do teste de Kruskal-Wallis

DEFINIÇÃO DE CONTROLE	ESTATÍSTICA	VARIÁVEL			
		ELP_PL	PCELP_PL	PE_AT	DIV_VR
CON1	Qui quadrado	8,1197*	5,129	9.5176**	29.4495***
	Sinal da relação	Ambíguo	Ambíguo	Ambíguo	Ambíguo
CON2	Qui quadrado	16.5049***	9,2401	17.4313***	42.0922***
	Sinal da relação	Ambíguo	Ambíguo	Ambíguo	Ambíguo
CON3	Qui quadrado	7,7364	13.2088**	28.0869***	24.8093***
	Sinal da relação	Ambíguo	Ambíguo	Ambíguo	Ambíguo

* Sig. a 10% ** Sig. a 5% *** Sig. a 1%

Tabela 4 - Estatística descritiva após o tratamento para o descarte de outliers

ESTATÍSTICAS	ELP_PL	PCELP_PL	PE_AT	DIV_VRMC	FCCON1	FCCON2	FCCON3
Média	0,3160	0,7570	0,4615	0,5438	0,5036	0,4799	0,4900
Desvio padrão	0,3928	0,8647	0,2836	0,3002	0,2311	0,2351	0,2470
Coef. variação	1,2429	1,1423	0,6146	0,5521	0,4589	0,4898	0,5042
1º Quartil	0,0373	0,2412	0,2479	0,3131	0,3001	0,2792	0,3004
Mediana	0,2062	0,5837	0,4323	0,5631	0,4955	0,4656	0,4607
3º Quartil	0,5017	1,1801	0,6406	0,8004	0,6854	0,6699	0,6885

ESTATÍSTICAS	EBITDA_AT	LNAT	P_VPA	CRESREC	VOLATLO	IMOB_AT
Média	0,0738	12,8160	0,5921	(0,0075)	0,0524	0,4286
Desvio padrão	0,1155	1,6934	0,4770	0,1940	0,0526	0,4505
Coef. variação	1,5664	0,1321	0,8056	(25,8724)	1,0022	1,0512
1º Quartil	(0,0029)	11,6124	0,3000	(0,1218)	0,0113	0,0451
Mediana	0,0502	12,7731	0,5000	(0,0139)	0,0367	0,2989
3º Quartil	0,1442	13,9729	0,8000	0,1103	0,0776	0,6717

O método de estimação por mínimos quadrados generalizados foi utilizado na tentativa de corrigir a autocorrelação. Para tanto, incluiu-se o termo AR(1), correspondente aos resíduos defasados onde o teste DW detectou o problema. Em dois dos modelos este procedimento foi capaz de eliminar a autocorrelação.

Descrição dos resultados para o Teste III

As regressões em que não houve problemas de autocorrelação são apresentadas na Tabela 5. Nota-se que a variável EXCONT foi significativa a 1% na regressão três, que utilizou a variável DIV_VR como indicador de estrutura de capital, sendo apontada uma relação inversa entre a existência de controle e o endividamento.

É importante ressaltar que dois dos modelos constantes na Tabela 5, as regressões 2 e 4, referem-se à estimação por mínimos quadrados generalizados, com o termo AR(1) utilizado para tratar a autocorrelação, antes detectada no teste de Durbin-Watson. Além de a estatística de DW confirmar a eliminação da autocorrelação, o termo AR(1) mostrou-se significativo a 1% nas regressões, demonstrando a relevância para a explicação. É importante, entretanto, desconsiderar o R^2 , pois este leva em consideração a explicação dada pelos resíduos AR(1).

Descrição dos resultados para o Teste IV

Deve-se atentar para o fato de que a primeira e a terceira regressões da Tabela 6 são idênticas. A primeira utilizou CON1, e a quarta, CON2. O fato de serem idênticas deve-se, primeiro, aos percentuais de fluxos de caixa do controlador, iguais para CON1 e CON2 (o ajuste para “outros acionistas” foi feito apenas na definição da existência de controle). O que diferencia os percentuais de fluxos de caixa do controlador, utilizando CON1 ou CON2, é que estes somente apresentam valores no caso de existir controle, e CON2 apresenta mais empresas com controle definido do que CON1. Então, o que provavelmente aconteceu foi uma coincidência causada pelos dados faltantes

das demais variáveis. Assim, apesar de o teste IV apontar seis modelos sem autocorrelação, são considerados, na análise, apenas cinco.

Dos cinco modelos considerados, o percentual de fluxo de caixa do controlador foi significativo em três, correspondentes às regressões 2, 5 e 6, apresentando relação inversa com as variáveis de endividamento, DIV_VR e ELP_PL.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os resultados deste trabalho são resumidos no Quadro 5. O teste U de Mann-Whitney confirmou, em 50% das relações, a diferença entre empresas com e sem um acionista controlador definido, quanto ao nível de endividamento, sendo tal relação positiva, o que aponta a uma confirmação da Proposição 1. Da mesma forma, uma das regressões múltiplas em painel apontou evidências da relação negativa entre controle acionário e o nível de endividamento.

O teste *one-way anova* de Kruskal-Wallis apresentou significância estatística em nove das doze relações testadas, corroborando a existência de relação entre os direitos a fluxos de caixa do controlador e o nível de endividamento.

Quanto aos testes referentes às Proposições 3 e 4, em todos os modelos de regressão onde a variável FCCONT se mostrou significativa, o sinal da relação com o nível de endividamento foi negativo, sendo suscitadas duas possíveis explicações: (1) empresas com maior potencial para expropriação (as controladas em que o controlador possui baixo direito a fluxos de caixa) têm dificuldades para emitir ações devido a uma possível rejeição do mercado causada por reputação negativa quanto à expropriação, o que pode obrigar ao financiamento do crescimento pelo endividamento; ou (2) tais empresas se endividam como forma de sinalizar ao mercado um menor nível de expropriação, mantendo abertas as possibilidades de emissões futuras, aspecto ressaltado por Valadares (2002).

Quadro 4 – Testes efetuados nos modelos de regressão em painel

PROBLEMA	PROCEDIMENTO	RESULTADO
Estacionariedade das séries	Teste de raiz unitária de Dickey-Fuller aumentado	Sem problemas
Multicolinearidade	Matriz de correlações (exigido $\rho < 0,7$)	Sem problemas
Heterocedasticidade	Estimação robusta por White (correção dos erros padrão)	
Autocorrelação	Teste de Durbin-Watson, e tratamento pela estimação por mínimos quadrados generalizados.	Autocorrelação em alguns modelos, descartados da análise neste trabalho.

Quanto às variáveis de controle utilizadas nos testes, cabe destacar aquelas citadas por Terra (2002a; 2002b), como capazes de diferenciar entre os modelos concorrentes para a explicação da estrutura de capital. As evidências encontradas nos testes não foram claras.

Se, por um lado, a relação negativa entre lucratividade e endividamento corrobora a *pecking order*, por outro, o tamanho, positivamente relacionado ao endividamento, é incompatível com o modelo de Myers (1984), já que empresas maiores tendem a gerar mais caixa, que

Tabela 5 - Regressões para o teste III onde o teste DW não detectou autocorrelação

VARIÁVEIS DEPENDENTES		ELP_PL	PCELP_AT	DIV_VR	PCELP_AT	
Efeitos fixos (EF) ou aleatórios (EA)		(EF)	(EF)	(EF)	(EF)	
Critério para controle acionário		CON 2		CON3		
Referência da equação		(1)	(2)	(3)	(4)	
VARIÁVEIS INDEPENDENTES	Existência de controle acionário	EXCONT	-0,0245 -0,6128	0,0880 1,0745	-0,048525*** -2,8625	-0,1027 -0,9073
	Oportunidade de crescimento	P_VPA	0,0107 0,4103			
		CRESREC		0,0429 0,4347	-0,0061 -0,1153	0,0576 0,5869
	Lucratividade	EBITDA_AT	-0,0098 -0,0921	-1,38946*** -3,9065	-0,465906*** -5,4114	-1,389122*** -3,8530
	Tangibilidade dos ativos	IMOB_AT	-0,0635 -1,3170	-0,40573** -2,4394	-0,0334 -1,4351	-0,414768** -2,4896
	Tamanho	LNAT	0,142439** 2,5055	0,383561** 2,5655	0,120043*** 3,6080	0,388543*** 2,5952
	Volatilidade	VOLATLO	0,808905* 1,9351	0,1497 0,1415	-0,1565 -0,6196	0,1947 0,1807
	Tipo acionista	ACFP	-0,13726** -2,2764	0,0674 0,5539	0,061444** 2,3416	0,0471 0,3921
		ACPUB	0,0443 0,6818	-0,1942 -1,6263	-0,0327 -1,2111	-0,1807 -1,5185
	Variação cambial	CAMB	-0,059142*** -2,6133	-0,15076*** -2,8116	0,0457 1,6341	-0,155536*** -2,8880
Termo AR	AR1		0,353521*** 5,5266		0,353843*** 5,4756	
Número de observações		743	485	614	483	
R2 ajustado		0,7203	0,8367	0,8300	0,8363	
Estatística Durbin-Watson (DW)		1,8643	2,0163	2,0698	1,9949	

* significativo a 10%; ** significativo a 5%; *** significativo a 1%

seria a primeira opção na hierarquia das fontes de financiamento. Por sua vez, em apenas uma das regressões, uma das *proxies* utilizadas para oportunidades de crescimento foi significativa a pelo menos 10%, estando positivamente relacionada ao endividamento, reforçando a *pecking order*.

As evidências relacionadas à aceitação do *pecking order* no ambiente brasileiro são consistentes com Medeiros e Daher (2008), Gomes e Leal (2000), Procianny e Schonrorrenberger (2004) e Brito e Lima (2005), que também verificaram relação negativa entre lucratividade e endividamento. Por outro lado, as demais variáveis apresen-

Tabela 6 - Regressões para o teste IV onde o teste DW não detectou autocorrelação

VARIÁVEIS DEPENDENTES		PCELPSPL	DIVTSVRMC	PCELPSPL	PCELPSPL	DIVTSVRMC	ELPSPL
Efeitos		(EA)	(EA)	(EA)	(EF)	(EF)	(EF)
Controle acionário		CON1	CON2		CON3		
Referência		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
VARIÁVEIS INDEPENDENTES	EXCONT	-0,0130	-0,2070***	-0,0130	0,0629	-0,2054***	-0,2492**
		-0,0304	-2,7810	-0,0304	0,2578	-3,4887	-2,0417
	P_VPA	-0,0440		-0,0440			
		-0,3289		-0,3289			
	CRESREC		0,0434*		0,0133	0,0234	0,0312
			1,9594		0,0694	0,3918	0,7565
	EBITDA_AT	-0,3599	-0,5110***	-0,3599	-1,2316*	-0,5341***	-0,4640**
		-0,9090	-3,9105	-0,9090	-1,6760	-3,2334	-2,3172
	IMOB_AT	-0,2974***	-0,1087**	-0,2974***	-1,0551***	-0,0745***	-0,1263*
		-6,4563	-2,2415	-6,4563	-5,8819	-3,2932	-1,8039
LNAT	0,2152***	0,0287	0,2152***	0,6110***	0,1375***	0,1602***	
	3,0003	1,1890	3,0003	4,8110	3,1191	3,8407	
VOLATLO	3,5444***	0,2214	3,5444***	1,0382	0,0741	-0,1556	
	3,7943	0,6380	3,7943	0,7141	0,1938	-0,2951	
ACFP	-0,0627	0,0053	-0,0627	-0,0185	0,0723*	0,0008	
	-0,3221	0,0488	-0,3221	-0,1731	1,6685	0,0150	
AC PUB	-0,0866	0,0165	-0,0866	0,0531	-0,0387	0,0719	
	-0,6748	0,3313	-0,6748	0,3132	-0,9599	1,0765	
CAMB	-0,1504**	-0,0181	-0,1504**	0,0873*	0,0362	-0,0569***	
	-2,1680	-0,7160	-2,1680	1,9044	1,2372	-5,9355	
Observações		210	183	210	200	379	428
R2 ajustado		0,1626	0,2350	0,1626	0,8831	0,8145	0,8111
Estatística D-W		2,0530	2,0427	2,0530	2,1154	2,0878	1,8961

* significativo a 10%; ** significativo a 5%; *** significativo a 1%

tam relações controversas em testes anteriores realizados no Brasil: enquanto Gomes e Leal (2002) verificaram um sinal negativo na relação entre endividamento e oportunidades de crescimento, Brito e Lima (2005) corroboram a relação positiva encontrada no presente estudo. Quanto ao tamanho, Gomes e Leal (2002) verificaram relação negativa com o nível de utilização da dívida, ao contrário de Procianny e Schonorrenberger (2004), que confirmam a relação encontrada neste trabalho.

Finalmente, a variável tangibilidade dos ativos apresentou-se significativa e positivamente relacionada ao endividamento. Tal relação corrobora a idéia de que as garantias colaterais contribuem para a capacidade de endividamento das empresas. O controle para o período de câmbio fixo apresentou-se significativo, explicitando a importância de se controlar esse tipo de variável macroeconômica.

Cabe ainda levantar algumas limitações deste trabalho e sugestões para estudos futuros: primeiro, os dados fornecidos nas IAN's não são precisos, tendo sido submetidos a diversos tratamentos para este trabalho. Outros pontos que podem ser suscitados são a não consideração de controle exercido por famílias, e de acordos de acionistas. Tais pontos poderiam ser focados em estudos futuros, de forma a aumentar o entendimento da influência das estruturas de propriedade no grau de endividamento das empresas. Um último aspecto importante não focado neste trabalho são os diversos mecanismos de governan-

ça corporativa que também podem influenciar a decisão de endividamento.

CONCLUSÕES

A principal contribuição deste trabalho é a consideração de condições onde há alta propensão à expropriação de minoritários, condições estas presentes em grande escala no Brasil. Adicionalmente, o enfoque por meio de múltiplos métodos aumenta a robustez dos resultados.

Sobre as proposições, cabe resgatar que o estudo apontou que as empresas onde existe um único controlador definido tendem a evitar a dívida, ou possuem dificuldades de se financiar com capital de terceiros. Por sua vez, dentre as empresas com um único controlador definido, aquelas em que o majoritário possui menos direitos a fluxos de caixa são as mais endividadas.

Levando em conta o conjunto das proposições e dos testes efetuados, portanto, considera-se que as evidências suportam a idéia de que a propensão à expropriação, aqui definida como existência de um único controlador em um ambiente de fraca proteção legal aos minoritários e exacerbada pela separação entre direitos a fluxos de caixa e direitos ao voto, influencia o nível de endividamento. Tal conclusão contribui para um maior entendimento acerca da estrutura de capital das empresas negociadas na Bovespa.

Quadro 5 – Resumo dos principais resultados

TESTES NÃO PARAMÉTRICOS					
TESTE	TÉCNICA ESTATÍSTICA	PROPOSIÇÃO	VARIÁVEL	SINAL ESPERADO	SINAL ENCONTRADO
I	U de Mann-Whitney	1	EXCONT	negativo	negativo(*)
		2	EXCONT	positivo	negativo(*)
II	Kruskal-Wallis	3	FCCONT	positivo	ambíguo
		4	FCCONT	negativo	ambíguo
TESTES PARAMÉTRICOS					
TESTE	TÉCNICA ESTATÍSTICA	PROPOSIÇÃO	VARIÁVEL	SINAL ESPERADO	SINAL ENCONTRADO
III	Regressão em painéis	1	EXCONT	negativo	negativo
		2	EXCONT	positivo	negativo
IV	Regressão em painéis	3	FCCONT	positivo	negativo
		4	FCCONT	negativo	negativo

(a): o sinal foi marginalmente positivo em uma das seis relações significantes

REFERÊNCIAS

- ABRAPP. Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar. Disponível em <http://www.abrapp.org.br>. Acesso em 21.06.2004.
- ADMATI, A; PFLEIDERER, P; ZECHNER, J. Large shareholder activism, risk sharing, and financial market equilibrium. *Journal of Political Economy*, v. 102, n. 6, p. 1097-1130, 1994.
- ALDRIGHI, D; MAZZER NETO, R. evidências sobre as estruturas de propriedade de capital e de voto das empresas de capital aberto no Brasil. *RBE-Revista Brasileira de Economia*, v. 61, n. 2, p. 129-152, 2007.
- AMIHUD, Y; LEV, B. Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. *Bell Journal of Economics*, v. 12, n. 2, p. 605-617, 1981.
- BEBCHUK, L; KRAAKMAN, R; TRIANTIS, G. Stock Pyramids, cross-ownership, and dual class equity: the creation and agency costs of separating control from cash flow rights. WP: SSRN, 1999.
- BERLE, A; MEANS, G. *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada*. São Paulo: Abril Cultural, p. 335, 1984.
- BRITO, R; LIMA, M. A Escolha da estrutura de capital sob fraca garantia legal: o caso do Brasil. *Revista Brasileira de Economia*, v. 59, n. 2, p. 177-208, 2005.
- CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em 27.08.2003.
- DICK, A; ZINGALES, L. Private benefits of control: an international comparison. *Journal of Finance*, v. 59, n. 2, p. 537-600, 2004.
- ECONOMÁTICA. *Economática Pró*. São Paulo: Economática, 2003.
- GOMES, G; LEAL, R. Determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras com ações negociadas em bolsas de valores. In: LEAL, R; COSTA JR, N; LEMGRUBER, E. *Finanças corporativas*. São Paulo: Atlas, 2000.
- GRINSTEIN, Y; MICHAELY, R. Institutional holdings and payout policy. *Journal of Finance*, v. 60, n. 3, p. 1389-1426, 2005.
- GROSSMAN, S; HART, O. Takeover bids, the free rider problem and the theory of corporations. *Bell Journal of Economics*, v. 11, n. 1, p. 42-64, 1980.
- HAIR, J; ANDERSON, R; TATHAN, R; BLACK, W. *Multivariate Data Analysis*. New Jersey: Prentice Hall, 1998.
- HARRIS, M; RAVIV, A. The theory of capital structure. *Journal of Finance*, v. 45, n. 2, p. 321-349, 1991.
- HSIAO, C. *Analysis of Panel Data*. Cambridge, MA: Cambridge University Press, 1999.
- JENSEN, M. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, v. 76, n. 2, p. 323-339, 1986.
- JENSEN, M; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- KENNEDY, P. *A Guide to Econometrics*. Cambridge, MA: MIT Press, 1998.
- LA PORTA, R; LOPEZ-DE-SILANES, F; SHLEIFER, A; VISHNY, R. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, v. 54, n. 2, p. 471-518, 1999.
- LA PORTA, R; LOPEZ-DE-SILANES, F; SHLEIFER, A; VISHNY, R. Law and finance. *Journal of Political Economy*, v. 106, n. 4, p. 1113-1155, 1998.
- LA PORTA, R; LOPEZ-DE-SILANES, F; SHLEIFER, A; VISHNY, R. Investor protection: origins, consequences, reform. WP: NBER, 1999a.
- LEAL, R; CARVALHAL-DA-SILVA, A; VALADARES, S. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. *RAC*, v. 6, n. 1, p. 07-18, 2002.
- LEAL, R; CARVALHAL-DA-SILVA, A; ALOY JR, R; LAPAGESSE, G. Estrutura de controle e valor de mercado das empresas brasileiras. In XXIV Encontro da Anpad-Enanpad, 2000. Florianópolis. *Anais...* Rio de Janeiro: Associação Nacional de Programas de Pós-Graduação em Administração, 2000, p. 136. Texto integral em CD-ROM.
- MEDEIROS, O; DAHER, C. Testando teorias alternativas sobre a estrutura de capital nas empresas brasileiras. *RAC*, v. 12, n. 1, p. 177-199, 2008.
- MYERS, S. Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, v. 5, n. 2, p. 147-175, 1977.
- MYERS, S. The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, v. 39, n. 3, p. 575-592, 1984.
- MYERS, S; MAJLUF, N. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, v. 13, n. 2, p. 187-221, 1984.
- NENOVA, T. Control value and changes in corporate law in Brazil. WP: SSRN, 2001.
- PEREIRA, S. Análise da relação entre valor e alavancagem no mercado brasileiro. In: Encontro Nacional Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, 24., 2000. Florianópolis. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2000, p. 127. CD-ROM.
- PINDICK, R; RUBINFELD, D. *Econometric Models and Economic Forecasts*. 4. ed. Boston: McGraw Hill, 1998.
- PROCIANOY, J. Dividendos e tributação: o que aconteceu após 1988-1989. *Revista de Administração*, v. 31, n. 2, p. 7-18, 1996.
- SAITO, R. Share Repurchase rules and expropriation of minority shareholders: evidence from Brazil. In: Encontro Nacional Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, 25., 2001. Campinas. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2001, p. 171. CD-ROM.
- PROCIANOY, J.; SCHONORREBERGER, A. A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras. *Revista Brasileira de Economia*, v. 58, n. 1, p. 121-146, 2004.
- TERRA, P. An empirical investigation on the determinants of capital structure in Latin America. In: Encontro Nacional Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, 26., Salvador. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2002, p. 231. CD-ROM.
- TERRA, P. Three essays on international business. *Ph. D. Dissertation*, McGill University, Montréal, Canada, 2002b.
- TITMAN, S; WESSELS, R. The determinants of capital structure choice. *Journal of Finance*, v. 43, n. 1, p. 1-19, 1988.
- VALADARES, S. Estrutura de controle e propriedade de empresas brasileiras. In Bonono, M. *Finanças aplicadas ao Brasil*. Rio de Janeiro: FGV, 2002. p. 275-298.
- VALADARES, S.; LEAL, R. Ownership and control structure of Brazilian companies. *Abante*, v. 3, n. 1, p. 29-56, 2000.