

## **ESTRUTURA DE CAPITAL E CONCENTRAÇÃO DE PROPRIEDADE DA EMPRESA BRASILEIRA**

**VICENTE LIMA CRISÓSTOMO**

UFC

vicentelc@gmail.com

**BRUNO GOES PINHEIRO**

UFC

brunogoesp@gmail.com

CNPq

**ESTRUTURA DE CAPITAL E CONCENTRAÇÃO DE PROPRIEDADE DA  
EMPRESA BRASILEIRA**

**RESUMO**

Sob o marco teórico da Teoria da Agência, prevê-se que os Custos de agência são capazes de interferir na decisão sobre a forma de financiamento. O objetivo deste trabalho é analisar, sob o enfoque dos Custos de agência, se acionistas da empresa brasileira fazem uso da política de endividamento para atender a seus interesses, que podem estar associados a monitoramento da direção executiva, a evitar a ameaça ao seu poder representado pela emissão de ações, ou mesmo a maximização do benefício tributário da dívida. Para uma amostra de 266 empresas não financeiras cotadas na BM&FBovespa, no período 1996-2012, os resultados indicam uma associação positiva entre a concentração e o endividamento. Também se observa um efeito quadrático inverso da concentração de propriedade, indicando um limite deste efeito positivo, a partir do qual o excesso de concentração prejudica a capacidade de financiamento. Também observa-se efeito positivo do tamanho da empresa e do grau de tangibilidade para o financiamento da empresa, conforme previsto teoricamente. A rentabilidade apresenta efeito negativo sobre o endividamento, sendo uma indicação de que a empresa brasileira estaria utilizando lucro retido para financiar-se, o que está de acordo com a teoria *Pecking order*.

**Palavras-chave:** Estrutura de Capital; Concentração de Propriedade; Brasil.

**ABSTRACT**

Under the Agency Theory theoretical framework it is expected that agency costs are able to affect firm funding. The objective of this study is to analyze, from the standpoint of agency costs, whether shareholders of the Brazilian company make use of the debt policy to serve their interests, which may be associated with monitoring of executive management, avoiding the threat of share issuing, or even maximizing the tax benefit of debt. For a sample of 266 non-financial companies listed on the BM&FBovespa, in the period 1996-2012, the results indicate a positive association between ownership concentration and debt. There is also an inverse quadratic effect, signaling a threshold on this positive effect, from which excess ownership concentration weakens external funding. A positive effect of firm size and the degree of tangibility on external funding has also been documented, as theoretically predicted. Profitability has a negative effect on debt, being an indication that the Brazilian company would be using retained earnings to finance investment, which is in line with the Pecking order theory.

**Keywords:** Capital structure; Ownership concentration; Brazil.

## 1 INTRODUÇÃO

A Teoria moderna da estrutura de capital tem como ponto marcante inicial as proposições que sugeriram que, sob algumas condições de mercado perfeito, a estrutura de capital é irrelevante para a empresa (Modigliani & Miller, 1958). Desde então, a pesquisa tem avançado e encontrado evidências no sentido contrário a esta proposta ao encontrar que há fatores capazes de interferir na estrutura de capital da empresa, não havendo ainda, entretanto, uma teoria capaz de explicar completamente as decisões sobre a estrutura de capital da empresa (Barclay & Smith, 2005; Correa, Basso, & Nakamura, 2013; Harris & Raviv, 1991; Myers, 2001, 2003; Stein, 2003). Estas teorias têm sido classificadas em alguns grupos (Barclay & Smith, 1999, 2005; Beck, Demirgüç-Kunt, & Levine, 2003; Crisóstomo & López-Iturriaga, 2011; Harris & Raviv, 1991; La Porta, López-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 1997): a ausência completa de fatores que interferem na estrutura de capital e/ou na política de investimento; fatores relacionados com questões tributárias; questões associadas à assimetria informativa; aspectos resultantes de conflitos de agência; e mesmo fatores exógenos à empresa associados ao entorno legal e institucional. Não obstante, a questão da assimetria informativa e dos conflitos de agência parecem ser elementos que permeiam todas as proposições teóricas, direta ou indiretamente.

Sob o arcabouço de distintas proposições teóricas, vários fatores têm sido propostos como capazes de influenciar a estrutura de capital da empresa. Dentre elas estão as teorias *Trade-off*, *Pecking order*, Sinalização, Custos de agência e *Market timing*. Sob o marco teórico da Teoria da Agência, prevê-se que os conflitos de agência são capazes de interferir na decisão sobre a forma de financiamento da empresa. Neste contexto está incluída a assimetria informativa, que é muito relevante para a emissão de ações e para a contratação de dívida (Akerlof, 1970). O problema da informação assimétrica está presente na relação entre acionistas e gestores exigindo a manutenção de adequados mecanismos de controle da atividade da gestão (Jensen, 1986; Stein, 2003; Stulz, 1990). O conflito de interesses entre acionistas controladores e minoritários também pode gerar distorções no comportamento de financiamento da empresa. A frágil proteção a acionistas minoritários, observada em alguns mercados, pode ser um fator restritivo ao financiamento através de emissão de ações em função dos muitos benefícios privados de controle que contribuem para a possibilidade de expropriação de minoritários (Dyck & Zingales, 2004; La Porta, López-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 1998, 2000; Young, Peng, Ahlstrom, Bruton, & Jiang, 2008).

A verificação de fatores determinantes da estrutura de capital é apontada como pesquisa relevante, notadamente em mercados emergentes, considerando que as teorias a respeito da estrutura de capital têm sido propostas baseadas em mercados desenvolvidos (Bastos, Nakamura, & Basso, 2009; Brito, Corrar, & Batistella, 2007).

O objetivo deste trabalho é analisar, sob a ótica das proposições associadas aos Custos de agência, o efeito da concentração de propriedade sobre a estrutura de capital.

## 2 ESTRUTURA DE CAPITAL E CONCENTRAÇÃO DE PROPRIEDADE

### 2.1 Teorias sobre estrutura de capital

Sob a argumentação da irrelevância da estrutura de capital (Modigliani & Miller, 1958), as decisões de investimento que visam maximizar o valor da empresa são independentes das decisões financeiras como a política sobre a estrutura de capital e de dividendos. A partir destas propostas, desenvolveram-se teorias que relaxaram os pressupostos do mercado perfeito, ausência de impostos e assimetria informativa, por exemplo, e incorporaram imperfeições de mercado como capazes de interferir na política de financiamento da empresa, como a assimetria de informação, como os conflitos de agência e os aspectos tributários, com evidência já documentada (Barclay & Smith, 1999, 2005; Harris & Raviv, 1991; Myers, 2001, 2003; Stein, 2003).

A questão da assimetria de informação com relação à situação e perspectivas da empresa tem sido apontada como crucial na relação da empresa com o mercado de financiamento. O gestor da empresa detém mais informação sobre a empresa que os acionistas e credores, principalmente aqueles novos potenciais investidores na empresa (Akerlof, 1970).

A emissão de ações, por exemplo, está associada a um contexto informativo complexo uma vez que pode ocasionar a transferência de riqueza entre atuais e novos acionistas e vice-versa.

A possibilidade de haver um comportamento oportunista da empresa em relação ao mercado, fazendo uso de sua vantagem informacional para a emissão e/ou negociação com ações como previsto pela Teoria *Market timing* (Baker & Wurgler, 2002; Korajczyk, Lucas, & McDonald, 1991) pode desestimular o interesse do mercado nas ações de empresas, notadamente em mercados com mais frágil proteção a acionistas minoritários. O desafio da empresa é encontrar uma forma de sinalização segura e confiável das oportunidades de crescimento da empresa para buscar financiamento externo, como abordado pela Teoria da Sinalização (Leland & Pyle, 1977; Ross, 1977).

A Teoria *Pecking order* (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984) propõe que o custo da fonte de financiamento determina a escolha da empresa por uma delas. A assimetria informativa e seleção adversa deixam os investidores menos capazes de avaliar adequadamente o valor das oportunidades de investimento da empresa, gerando custo informativo adicional para as fontes externas de financiamento, emissão de ações ou de dívida, e levando a uma maior utilização de fluxo de caixa. A argumentação é que o gestor pode incorrer em risco moral e tentar captar recursos externos sem dispor de bons projetos (Akerlof, 1970). Este risco dificulta a emissão de ações como também eleva os custos da dívida, podendo ocasionar restrição de crédito que pode atingir até as empresas com bons projetos de investimento (Stiglitz & Weiss, 1981).

A dificuldade de vencer as barreiras de acesso ao financiamento externo, seja pelo custo da fonte de financiamento, como também pela dificuldade de sinalizar adequadamente ao mercado sobre as oportunidades de crescimento caracteriza-se como restrições de crédito. Tais restrições podem ser ocasionadas pelo alto custo do financiamento externo como também pelo alto endividamento atual da empresa que inibe novos empréstimos (Myers, 1977). Uma empresa muito endividada faz com que os investidores resistam a financiá-la com mais dívida. Isto pode ocasionar o comportamento *pecking order* de priorização de uso de fluxo de caixa para financiar investimento. A utilização de fluxo de caixa para investimento tem sido interpretada como situação de restrição financeira, com evidência documentada em mercados desenvolvidos e emergentes (Bond, Harhoff, & Van Reenen, 2005; Crisóstomo, 2009; Crisóstomo, López-Iturriaga, & Vallelado, 2014; Rizov, 2004).

O uso de dívida para financiar investimento pode ser um processo natural se a empresa não tem limitações de crédito. A Teoria *trade-off* considera esta forma de financiamento como atraente para a empresa em função de suas vantagens tributárias que compensam (*trade-off*) o aumento do risco de falência (Cotei, Farhat, & Abugri, 2011; David, Nakamura, & Bastos, 2009; Shyam-Sunder & Myers, 1999). Este enfoque, conhecido como a Teoria *trade-off*, propõe que a empresa tem uma taxa ótima de endividamento à qual se ajusta gradualmente. A proposição é que a empresa utiliza o financiamento por dívida até esta taxa ótima na qual a vantagem marginal tributária do endividamento esgota-se com o incremento no risco de falência (Barclay & Smith, 1999, 2005; Myers, 2001, 2003). Este risco, por sua vez, tem custos de agência que surgem da redução da capacidade de crédito da empresa. Os resultados favoráveis à Teoria *trade-off* estão baseados em modelos de ajuste a um nível ótimo de endividamento nos quais os coeficientes de ajuste significativos são interpretados como evidência de que as empresas maximizam suas taxas de endividamento (Graham, 2000, 2001; Shyam-Sunder & Myers, 1999). Por outro lado, há também resultado indicando que a maioria

das empresas com capacidade creditícia para utilizar esta vantagem tributária não o faz (Graham, 2000, 2001).

## **2.2 Aspectos relativos a conflitos entre propriedade e gestão**

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

A literatura tem apontado que há dois sistemas institucionais e legais, e que os conflitos de agência e mecanismos de governança corporativa parecem ter associação com eles (Cuervo, 2002, 2004; Shleifer & Vishny, 1997). O primeiro sistema é caracterizado pelo predominante controle do mercado sobre as empresas, como ocorre notadamente nos países com sistema legal originário da Lei Comum (*Common Law*) (EUA e Reino Unido). Nestes ambientes é comum ter-se mercados de capitais mais ativos, baixa concentração de propriedade, e forte influência da direção das empresas. O segundo sistema é caracterizado pela forte concentração da propriedade em mãos de grandes acionistas que costumam ter forte influência na composição de conselhos de administração e direção da empresa. Esta situação é muito comum em países da Europa continental e da América Latina, que são países com sistemas legais originários do sistema de Lei Civil (*Civil Law*).

O conflito de interesses entre propriedade e gestão é mais característico de países com sistema de Lei Comum, tendo menor intensidade em países com sistema de Lei Civil nos quais o principal conflito parece ser entre acionistas controladores e minoritários (Becht & Röell, 1999; Cuervo, 2002, 2004; Morck, Wolfenzon, & Yeung, 2005; Shleifer & Vishny, 1997; Young, Peng, Ahlstrom, Bruton, & Jiang, 2008). Nestes, a forte influência de acionistas controladores sobre a gestão parece minimizar a possibilidade de problemas de risco moral por parte da diretoria da empresa.

### **2.2.1 Conflitos de interesses entre direção executiva e acionistas**

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

Além dos problemas de benefícios pessoais diretos, os gestores podem adotar comportamentos não alinhados com os interesses dos proprietários, levando a efeitos diretos nas políticas de investimento e de financiamento da empresa (Bertrand & Mullainathan, 2003; Heaton, 2002; Malmendier & Tate, 2005; Stein, 2003): a ambição de dirigir grandes empresas, a preocupação com reputação e carreira, o excesso de autoconfiança, como também a acomodação. Estes comportamentos, através dos quais o gestor atua em defesa de seus interesses em detrimento dos proprietários, caracteriza a discricionariedade diretiva que tem duas principais consequências negativas para a empresa (Stulz, 1990): o custo do sobre investimento (*overinvestment*) devido ao excesso de investimento em projetos não rentáveis (Jensen, 1986, 1993) e, o custo do sub-investimento (*underinvestment*) ocasionado pelo alto endividamento que leva à falta de credibilidade da empresa, limitando sua capacidade de captação de recursos adicionais para investimento em bons projetos.

A propriedade em mãos de diretores (*insider ownership*) pode ser uma estratégia que favoreça a convergência de interesses entre gestão e proprietários, reduzindo os custos de

agência (Jensen & Meckling, 1976). Entretanto, excesso de propriedade interna pode ocasionar o entrenchamento da direção executiva e, conseqüente, elevação de custos de agência (Morck, Shleifer, & Vishny, 1988).

### **2.2.2 Conflitos de interesses entre acionistas de referência e acionistas minoritários**

O conflito entre acionistas controladores e minoritários pode gerar distorções no comportamento de financiamento da empresa. Em mercados com alta concentração de propriedade e forte influência dos acionistas controladores na gestão da empresa, acionistas minoritários estão sujeitos a problemas de expropriação devido à sua fraca proteção legal e aos elevados benefícios privados de controle dos grandes acionistas (La Porta, López-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 1998, 2000; Young, Peng, Ahlstrom, Bruton, & Jiang, 2008). Grandes acionistas controladores tendem a manter sua posição acionaria. Esta pouca proteção de minoritários tende a ser um fator restritivo do financiamento da empresa via emissão de ações, e mesmo de dívida, ficando as empresas mais dependentes da retenção de lucros para financiar seu investimento.

## **2.3 Hipóteses**

### **2.3.1 Concentração de propriedade e endividamento**

O conflito de interesses entre acionistas controladores e minoritários parece ser o conflito mais latente no mercado brasileiro, comparativamente àquele entre gestor e acionistas, uma vez que a gestão da empresa costuma ser fortemente monitorada pelos acionistas controladores. A alta concentração de propriedade, aliada aos benefícios privados de controle, dá margem a comportamento oportunista de acionistas controladores como a literatura tem documentado (Chen & Young, 2010; Dharwadkar, George, & Brandes, 2000; Jiang & Peng, 2011; Young, Peng, Ahlstrom, Bruton, & Jiang, 2008).

Em termos de política de financiamento, a alta concentração de propriedade pode ter um efeito negativo sobre a emissão de ações por dois motivos principais: investidores têm menos interesse em arriscar-se no investimento em ações de empresas com um ou poucos acionistas controladores; e grandes acionistas são resistentes à perda de poder, que pode ocorrer com a emissão de ações. Esta possível inferior propensão ao financiamento por emissão de ações pode levar as empresas a um comportamento *pecking order*. Neste caso, a empresa brasileira terá mais elevada propensão a financiar-se com fundos internos (fluxo de caixa), como a literatura de restrições financeiras tem documentado (Bassetto & Kalatzis, 2011; Crisóstomo, 2009; Crisóstomo, 2011). Por outro lado, a empresa brasileira pode também recorrer à dívida por dois motivos: a insuficiência de recursos internos em montante suficiente para financiar o investimento; e até mesmo para maximizar o benefício tributário da dívida, adotando um comportamento *trade off*.

Acionistas controladores de empresa com alta concentração de propriedade tendem a buscar garantias de continuidade de seus direitos de controle sobre a empresa, o que contribui para a resistência à emissão de novas ações (Ganguli, 2013). Os resultados de Ganguli (2013) no mercado indiano indicam a associação positiva entre endividamento e concentração de propriedade, sinalizando a preferência de grandes acionistas controladores por esta forma de financiamento. Resultados na mesma direção foram encontrados em Gana (Bokpin & Arko, 2009), Austrália (Brailsford, Oliver, & Pua, 2002) e em países da América Latina (Céspedes, González, & Molina, 2010).

A resistência à perda de controle soma-se também à utilização de endividamento como instrumento adicional de monitoração da direção para evitar problemas de sobre investimento (*over investment*) (Jensen, 1986; López-Iturriaga & Crisóstomo, 2010).

A resistência à perda de poder, aliada ao possível estímulo do benefício tributário da dívida, talvez mais elevado em mercados com altas taxas de juros, e à insuficiência de caixa para financiar todos os bons projetos são argumentos que motivam a proposição da hipótese

de que a concentração de propriedade está associada a um mais elevado uso de dívida para financiamento.

Esta argumentação teórica, aliada à evidência prévia motiva a proposição da hipótese de que o acionista controlador da empresa brasileira estaria usando a política de endividamento devida a sua rejeição à ameaça de perda do controle através de emissão de ações, pela insuficiência de lucros retidos para financiar investimento, e também como instrumento de monitoramento da direção executiva. Estas razões propõem um efeito positivo da concentração de propriedade sobre o nível de endividamento da empresa brasileira nos termos da hipótese 1.

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

Adicionalmente, a literatura tem documentado que o entorno legal e institucional parece estar associado a determinadas características da estrutura de propriedade. Em mercados com pouca proteção legal a acionistas, a concentração de propriedade pode ser uma forma de auto proteção aos seus interesses exercida pelos acionistas (La Porta, López-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 1998, 2000). Em países de Lei Civil, nos quais acionistas minoritários estão menos protegidos e a propriedade apresenta mais elevados níveis de concentração, a auto proteção exercida por grandes acionistas controladores pode também ocasionar um outro problema que é a possível expropriação de acionistas minoritários por parte destes grandes acionistas através dos chamados benefícios privados de controle (Dyck & Zingales, 2004). Neste contexto, a elevada concentração de propriedade sugere também uma relação não linear entre concentração de propriedade e valor da empresa, associando um efeito positivo pelas razões supra citadas a um efeito negativo como decorrente da possibilidade de expropriação advinda de elevados níveis de benefícios privados de controle. Este efeito da concentração pode também ser refletido no financiamento dos projetos de investimento da empresa. Grandes acionistas controladores com muitos benefícios privados de controle podem ser levados a explorar oportunidades de investimento oportunamente em seu próprio benefício. Esta possibilidade pode ter um efeito negativo no mercado que pode reduzir sua propensão a financiar projetos de investimento de empresas com propriedade muito concentrada. Esta argumentação motiva a proposição de uma hipótese adicional nos seguintes termos:

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

### **2.3.2 Outros possíveis determinantes do grau de endividamento**

A rentabilidade da empresa está associada a mais elevada disponibilidade de fluxo de caixa para financiar o investimento, sendo este uma fonte de recursos preferida pelas empresas pelo ser inferior custo informativo e financeiro de acordo com a Teoria *Pecking order*. Neste sentido, a pesquisa tem documentado um efeito negativo da rentabilidade sobre o nível de endividamento em distintos mercados (Bastos, Nakamura, & Basso, 2009; Bevan & Danbolt, 2002; Booth, Aivazian, Demirguc-Kunt, & Maksimovic, 2001; Chen, 2004; Correa, Basso, & Nakamura, 2013; Haron, 2014; Titman & Wessels, 1988).

O grau de tangibilidade dos ativos da empresa é reconhecido como indicador de mais disponibilidade de garantias (*collateral*), o que favorece a obtenção de financiamento externo e a pesquisa tem encontrado evidência confirmando esta proposição teórica (Albanez & Valle, 2009; Chen, 2004; Rajan & Zingales, 1995).

O tamanho da empresa é um fator apontado pela literatura como capaz de interferir na capacidade de financiamento externo da empresa pelo fato de empresas de maior porte

tenderem a ter mais disponibilidade de garantias (*collateral*) e de fluxo de caixa, como também um histórico no mercado que pode ser positivo para a reputação da empresa (Rajan & Zingales, 1995).

Adicionalmente, de acordo com a teoria dos Custos de agência a dívida pode ser um instrumento usado para monitoração da direção executiva ao comprometer fluxo de caixa com o pagamento de dívida e assim reduzir o fluxo de caixa livre nas mãos da direção executiva, notadamente quando a empresa dispõe de poucas oportunidades de crescimento (López-Iturriaga & Crisóstomo, 2010). Como empresas maiores tendem a ter atingido estágio de maturidade que reduz as oportunidades de crescimento, ao mesmo tempo em que dispõem de mais fluxo de caixa livre, é provável que os acionistas controladores de empresas maiores recorram ao uso de dívida como mecanismo de controle da direção executiva o que contribuiria para o mais elevado nível de endividamento de empresas de maior porte.

O efeito positivo do tamanho da empresa sobre a capacidade de endividamento da mesma tem sido documentado na literatura em diferentes mercados (Bastos & Nakamura, 2009; Chen, 2004).

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

### **3 METODOLOGIA E AMOSTRA**

#### **3.1 Amostra**

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



Tabela 1: Distribuição setorial das empresas da amostra

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

### 3.2 Modelos e Variáveis

Os modelos estimados têm como variável dependente o endividamento da empresa (Equação 1). Para maior robustez dos resultados, e também poder avaliar algumas nuances específicas de cada tipo de endividamento, trabalhou-se com três *proxies* para endividamento: endividamento total, endividamento de longo prazo, e endividamento de curto prazo. Cada montante de endividamento é relativizado pelo Ativo Total. O endividamento de longo prazo é o principal deles considerando-se sua importância para o investimento da empresa.

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

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

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

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

#### 4 RESULTADOS

A Tabela 2 apresenta a estatística descritiva das principais características das empresas. As médias de endividamento de curto prazo (END1), longo prazo (END2) e total (END3) são de 8,5%, 13,26% e 21,71%, respectivamente, com elevada dispersão como se observa pelos valores de coeficiente de variação, notadamente para o endividamento de curto prazo (END1).

Tabela 2: Estatística descritiva das variáveis dos modelos

Variável	Média	Desv Pad	Coef. de Var.	Mediana	Mínimo	Máximo
END1 (curto prazo)	0,0851	0,0979	1,1516	0,0551	0,0000	0,9020
END2 (longo prazo)	0,1326	0,1291	0,9739	0,0997	0,0000	0,7151
END3 (total)	0,2171	0,1634	0,7526	0,2052	0,0000	0,7151
CPROP1	0,5725	0,2646	0,4621	0,5714	0,0014	1,0000
CPROP2	0,7110	0,2386	0,3356	0,7526	0,0014	1,0000
CPROP3	0,7686	0,2174	0,2829	0,8371	0,0014	1,0000
CPROP4	0,7968	0,2044	0,2565	0,8667	0,0014	1,0000
CPROP5	0,8103	0,1972	0,2433	0,8792	0,0014	1,0000
RENT	0,0669	0,1486	2,2219	0,0529	-0,6808	2,7726
TAM	13,1760	1,6829	0,1277	13,1117	8,9314	19,4506
TANG	0,2755	0,2265	0,8221	0,2392	0,0000	0,9624
OINV	0,9251	0,8078	0,8732	0,6941	0,0053	4,4366

A concentração de propriedade (CPROP) apresenta valores elevados no mercado brasileiro como a literatura tem destacado (Leal, Carvalhal-da-Silva, & Valadares, 2002; López-Iturriaga & Crisóstomo, 2010). O maior acionista com voto (CPROP1) detém, em média, 57,25% das ações ordinárias da empresa. Esta proporção chega a 81,03% ao levarem-se em conta os cinco maiores acionistas (CPROP5).

Os resultados das estimações estão expostos nas Tabelas 3, 4 e 5. O principal resultado que pode ser observado está relacionado à associação entre concentração de propriedade e o endividamento da empresa. De fato, como proposto, observou-se uma relação positiva entre a concentração de capital com voto (CPROP) e o nível de endividamento total, de longo prazo, e de curto prazo (Tabelas 3, 4 e 5). Como hipotetizado, este resultado pode dever-se a alguns fatores. Uma possibilidade é a resistência à emissão de novas ações por parte de grandes acionistas controladores com receio da ameaça ao seu poder na empresa. A não atratividade

da emissão de ações leva a empresa a ter um comportamento *pecking order*, priorizando o uso de fundos internos (fluxo de caixa) devido ao elevado custo da dívida. Na insuficiência de fluxo de caixa, o que é natural caso a empresa tenha projetos que requeiram muitos recursos, a empresa é obrigada a recorrer ao endividamento, o que pode ser uma realidade no Brasil. Ao usar a dívida, a empresa estará obtendo o benefício tributário como também, de acordo com a Teoria dos Custos de Agência, tendo um importante instrumento a mais para a realização da monitoração da direção da empresa.

Tabela 3: Estimação de modelos referentes ao Endividamento Total

Variável	GMM	GMM	GMM	GMM	GMM
CPROP1	0,5545 **				
CPROP1 <sup>2</sup>	-0,4636 **				
CPROP2		0,2384 *			
CPROP2 <sup>2</sup>		-0,2158 *			
CPROP3			0,3221 *		
CPROP3 <sup>2</sup>			-0,2637 **		
CPROP4				0,3289 **	
CPROP4 <sup>2</sup>				-0,2562 **	
CPROP5					0,3139 *
CPROP5 <sup>2</sup>					-0,2383 *
RENT	-0,1086 ***	-0,1841 ***	-0,1870 ***	-0,1899 ***	-0,1904 ***
TAM	0,0209 ***	0,0170 ***	0,0162 ***	0,0155 **	0,0157 ***
TANG	0,0174	0,1094 ***	0,1064 ***	0,1066 ***	0,1053 ***
OINV	-0,0118	0,0063	0,0072	0,0085	0,0087
N. obs.	2324	2324	2324	2324	2324
N. empresas	266	266	266	266	266
F	3,72	5,34	5,37	5,26	5,22
p-value	0,001	0,000	0,000	0,000	0,000
AR2	0,810	0,399	0,429	0,455	0,455
Hansen	258,71	247,76	247,44	247,46	247,69
p-value	0,997	0,666	0,671	0,670	0,667

Notas: \*\*\*, \*\* e \* denotam a significância estatística dos coeficientes em 1%, 5% e 10%, respectivamente. Modelos estimados pelo Método Generalizado de Momentos (GMM). Coeficientes estimados e desvios padrões robustos à heteroscedasticidade. A variável dependente é o endividamento total. AR2 é o teste de autocorrelação de segunda ordem dos erros residuais. O teste de Hansen de sobreidentificação de restrições segue uma distribuição  $X^2$ .

Paralelamente ao efeito linear positivo foi também observado o proposto efeito quadrático negativo da concentração de propriedade sobre o grau de endividamento da empresa brasileira. Como previsto, a concentração muito excessiva de capital com voto pode levar a um efeito negativo sobre a capacidade de endividamento da empresa por algumas razões. O mercado pode não considerar muito positivo a excessiva concentração de poder que está associada a elevados benefícios privados de controle e a possibilidade de expropriação de acionistas minoritários, o que pode também ser feito com credores em mercados nos quais estes têm pouca proteção. A alta concentração de propriedade aproxima muito acionistas controladores de gestores, aumentando o poder de ambos e a possibilidade de expropriação de acionistas minoritários e credores.

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

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

Outro resultado que merece menção é a forte tendência de efeito positivo do grau de tangibilidade dos ativos da empresa (TANG) sobre o endividamento da empresa, seja de longo ou de curto prazo.

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

Variável	GMM	GMM	GMM	GMM	GMM
CPROP1	0,2480*				
CPROP1 <sup>2</sup>	-0,2281*				
CPROP2		0,2592*			
CPROP2 <sup>2</sup>		-0,2122**			
CPROP3			0,2247*		
CPROP3 <sup>2</sup>			-0,1870**		
CPROP4				0,4250*	
CPROP4 <sup>2</sup>				-0,3026*	
CPROP5					1,1530**
CPROP5 <sup>2</sup>					-1,0186**
RENT	-0,1109***	-0,0810*	-0,0706**	-0,0491*	-0,0725
TAM	0,0169***	0,0228***	0,0258***	0,0316***	0,0816***
TANG	0,0991***	0,0934***	0,0839***	0,0143	0,5690***
OINV	-0,0033	-0,0001	0,0072	-0,0062	-0,0117
N. obs.	2324	2324	2324	2324	2324
N. empresas	266	266	266	266	266
F	4,30	5,03	6,04	6,46	7,97
p-value	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
AR2	0,676	0,477	0,722	0,206	0,165
Hansen	132,18	110,85	177,83	260,59	209,17
p-value	0,887	0,735	0,727	0,996	0,503

A Tabela 5 apresenta a estimação de modelos nos quais se têm o endividamento de curto prazo como variável dependente. Verifica-se o mesmo efeito linear positivo, e quadrático negativo, da estrutura de propriedade sobre esta categoria de endividamento, como também o efeito negativo da rentabilidade e da tangibilidade. No entanto, destaca-se a inversão do efeito do tamanho da empresa (TAM) sobre o endividamento, que passa a ser negativo para o endividamento de curto prazo ao contrário do efeito positivo encontrado para o endividamento total (Tabela 3) e de longo prazo (Tabela 4). Este resultado é uma indicação da inferior necessidade de grandes empresas recorrerem a dívida de curto prazo, provavelmente por sua mais elevada disponibilidade de fluxo de caixa para suprir as necessidades de mais baixo custo no curto prazo.

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

de existência de sobreidentificação de restrições levou à aceitação da hipótese estatística de que cada modelo está bem identificado.

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

Variável	GMM	GMM	GMM	GMM	GMM
CPROP1	0,6688 ***				
CPROP1 <sup>2</sup>	-0,5735 ***				
CPROP2		0,4320 **			
CPROP2 <sup>2</sup>		-0,3038 **			
CPROP3			0,2037 **		
CPROP3 <sup>2</sup>			-0,1410 **		
CPROP4				0,1879 **	
CPROP4 <sup>2</sup>				-0,1238 *	
CPROP5					0,1789 **
CPROP5 <sup>2</sup>					-0,1287 **
RENT	-0,1701 ***	-0,1906 ***	-0,1492 ***	-0,1494 ***	-0,0940 ***
TAM	-0,0713 ***	-0,0590 ***	-0,0091 ***	-0,0091 ***	-0,0075 ***
TANG	0,1290 ***	0,1024 ***	0,0243	0,0239	0,0244
OINV	0,0000	0,0041	0,0093 *	0,0093 *	-0,0007
N. obs.	2324	2324	2324	2324	2324
N. empresas	266	266	266	266	266
F	3,82	4,99	4,16	3,99	4,91
p-value	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
AR2	0,299	0,306	0,231	0,231	0,051
Hansen	216,35	249,73	237,95	238,4	251,26
p-value	0,386	0,727	0,312	0,305	0,606

## 5 CONCLUSÕES

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

Este trabalho provê evidência adicional relativa ao efeito da concentração de propriedade sobre a estrutura de capital da empresa brasileira, dentro do marco teórico da teoria dos custos de agência associados à estrutura de capital.

Os resultados indicam que a concentração de propriedade tem um efeito linear positivo sobre o endividamento da empresa brasileira. Este resultado estaria na direção de uso mais intenso de endividamento em empresas com mais elevada concentração de propriedade. Uma possível explicação para esta influência seria o uso da política de endividamento como instrumento de monitoramento da direção executiva. Por outro lado, o fato de ter-se muita proximidade entre propriedade e gestão no entorno brasileiro, é oportuno considerar explicações alternativas. A aversão à ameaça de perda de poder na empresa por parte de grandes acionistas controladores pode inibir a emissão de ações. Esta emissão também pode ser dificultada num mercado caracterizado por elevados benefícios de controle que contribuem para reduzir o interesse de novos investidores minoritários. Em última análise, o uso de dívida ainda gera o benefício tributário (Teoria *Trade-off*) que, aliado ao eventual acesso a fontes de financiamento subsidiadas pelo Governo, pode ser outro motivo para o alto uso de dívida de empresas com mais elevada concentração de propriedade.

Também observa-se um efeito quadrático inverso da concentração de propriedade, o que indica que esta concentração tem um efeito positivo até certo limite, a partir do qual, o excesso de concentração tem um efeito adverso sobre a capacidade de financiamento externo

da empresa. Este limite à capacidade de financiamento da empresa pode dever-se ao aumento da possibilidade de expropriação de minoritários, advindo da altíssima concentração de propriedade, que pode também ocorrer sobre credores pouco protegidos.

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

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

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

## REFERÊNCIAS

- Akerlof, G. A. (1970). The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500.
- Albanez, T., & Valle, M. R. (2009). Impactos da assimetria de informação na estrutura de capital de empresas brasileiras abertas. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(51), 6-27.
- Arellano, M., & Bond, S. (1998). Dynamic panel data estimation using DPD98 for Gauss: A guide for users, *Mimeo*. London: The Institute for Fiscal Studies.
- Arellano, M., & Bover, O. (1990). La econometria de datos de panel. *Investigaciones Económicas*, 14(1), 3-45.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*, 57(1), 1-32.
- Barclay, M. J., & Smith, C. W. J. (1999). The capital structure puzzle: another look at the evidence. *Journal of Applied Corporate Finance*, 12(1), 8-20.
- Barclay, M. J., & Smith, C. W. J. (2005). The Capital Structure Puzzle: The Evidence Revisited. *Journal of Applied Corporate Finance*, 17(1), 8-17.
- Bassetto, C. F., & Kalatzis, A. E. G. (2011). Financial distress, financial constraint and investment decision: Evidence from Brazil. *Economic Modelling*, 28(1-2), 264-271.
- Bastos, D. D., & Nakamura, W. T. (2009). Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período 2001-2006. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(50), 75-94.
- Bastos, D. D., Nakamura, W. T., & Basso, L. F. C. (2009). Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas na América Latina: um estudo empírico considerando fatores macroeconômicos e institucionais. *Revista de Administração Mackenzie*, 10(6), 47-77.
- Becht, M., & Röell, A. A. (1999). Blockholdings in Europe: An international comparison. *European Economic Review*, 43(4-6), 1049-1056.

- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (2003). Law, endowments, and finance. *Journal of Financial Economics*, 70(2), 137-181.
- Bertrand, M., & Mullainathan, S. (2003). Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences. *Journal of Political Economy*, 111(5), 1043-1075.
- Bevan, A. A., & Danbolt, J. (2002). Capital structure and its determinants in the UK - a decompositional analysis. *Applied Financial Economics*, 12(3), 159-170.
- Blundell, R., & Bond, S. R. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87, 115-143.
- Bokpin, G. A., & Arko, A. C. (2009). Ownership structure, corporate governance and capital structure decisions of firms: Empirical evidence from Ghana. *Studies in Economics and Finance*, 26(4), 246-256.
- Bond, S. R., Harhoff, D., & Van Reenen, J. (2005). Investment, R&D and Financial Constraints in Britain and Germany. *Annals of Economics and Statistics / Annales d'Économie et de Statistique*, 79/80(Contributions in memory of Zvi Griliches (JULY/DECEMBER 2005)), 433-460.
- Booth, L., Aivazian, V., Demirguc-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2001). Capital Structures in Developing Countries. *The Journal of Finance*, 56(1), 87-130.
- Brailsford, T. J., Oliver, B. R., & Pua, S. L. H. (2002). On the relation between ownership structure and capital structure. *Accounting and Finance*, 42(1), 1-26.
- Brito, G. A. S., Corrar, L. J., & Batistella, F. D. (2007). Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18(43), 9-19.
- Céspedes, J., González, M., & Molina, C. A. (2010). Ownership and capital structure in Latin America. *Journal of Business Research*, 63(3), 248-254.
- Chen, J. J. (2004). Determinants of capital structure of Chinese-listed companies. *Journal of Business Research*, 57, 1341- 1351.
- Chen, Y. Y., & Young, M. N. (2010). Cross-border mergers and acquisitions by Chinese listed companies: A principal-principal perspective. *Asia Pacific Journal of Management*, 27(3), 523-539.
- Correa, C. A., Basso, L. F. C., & Nakamura, W. T. (2013). A Estrutura de Capital das Maiores Empresas Brasileiras: Análise Empírica das Teorias de Pecking Order e Trade-Off Usando Panel Data. *Revista de Administração Mackenzie*, 14(4), 106-133.
- Cotei, C., Farhat, J., & Abugri, B. A. (2011). Testing trade-off and pecking order models of capital structure: does legal system matter? *Managerial Finance*, 37(8), 715-735.
- Crisóstomo, V. L. (2009). Dificuldades das empresas brasileiras para financiar seus investimentos em capital físico e em inovação. *Revista de Economia Contemporânea*, 13(2), 22.
- Crisóstomo, V. L. (2011). *Inversión, Restricción Financiera y Estructura de Propiedad en Brasil* (1 ed.). Saarbrücken: Editorial Académica Española (LAP LAMBERT Academic Publishing GmbH & Co. KG).
- Crisóstomo, V. L., & López-Iturriaga, F. J. (2011). Financiamiento de la inversión y las imperfecciones del mercado. *Información Financiera, Gerencia y Control*, 1(3), 11-48.
- Crisóstomo, V. L., López-Iturriaga, F. J., & Vallelado, E. (2014). Financial constraints for investment in Brazil. *International Journal of Managerial Finance*, 10(1), 73-92.
- Crotty, J. R. (1992). Neoclassical and Keynesian approaches to the theory of investment. *Journal of Post Keynesian Economics*, 14(4), 483-496.
- Cuervo, Á. (2002). Corporate Governance Mechanisms: a plea for less code of good governance and more market control. *Corporate Governance: An International Review*, 10(2), 84-93.

- Cuervo, Á. (2004). El Gobierno de la Empresa. Un problema de conflicto de intereses. In B. Campos (Ed.), *El Gobierno de la Empresa. En busca de la transparencia y la confianza* (pp. 115-135). Madrid.
- David, M., Nakamura, W. T., & Bastos, D. D. B. (2009). Estudo dos modelos trade-off e pecking order para as variáveis endividamento e payout em empresas Brasileiras (2000-2006). *Revista de Administração Mackenzie*, 10(6), 132-153.
- Dharwadkar, R., George, G., & Brandes, P. (2000). Privatization in emerging economies: An agency theory perspective. *Academy of Management Review*, 25(3), 650-669.
- Dyck, A., & Zingales, L. (2004). Private Benefits of Control: An International Comparison. *The Journal of Finance*, 59(2), 537-600.
- Ganguli, S. K. (2013). Capital structure - does ownership structure matter? Theory and Indian evidence. *Studies in Economics and Finance*, 30(1), 56-72.
- Graham, J. R. (2000). How Big Are the Tax Benefits of Debt? *The Journal of Finance*, 55(5), 1901-1941.
- Graham, J. R. (2001). Estimating the tax benefits of debt. *Journal of Applied Corporate Finance*, 14(1), 42-54.
- Haron, R. (2014). Capital structure inconclusiveness: evidence from Malaysia, Thailand and Singapore. *International Journal of Managerial Finance*, 10(1), 23-38.
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *Journal of Finance*, 46(1), 297-355.
- Heaton, J. B. (2002). Managerial optimism and corporate finance. *Financial Management: Tampa*, 31(2), 33-45.
- Holmström, B. (1979). Moral Hazard and Observability. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 74-91.
- Holmström, B. (1999). Managerial incentive problems: A dynamic perspective. *The Review of Economic Studies*, 66, 169-182.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jiang, Y., & Peng, M. W. (2011). Principal-principal conflicts during crisis. *Asia Pacific Journal Of Management*, 28(4), 683-695.
- Korajczyk, R. A., Lucas, D. J., & McDonald, R. L. (1991). The Effect of Information Releases on the Pricing and Timing of Equity Issues. *The Review of Financial Studies*, 4(4), 685-708.
- La Porta, R., López-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance*, 52(3), 1131-1150.
- La Porta, R., López-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.
- La Porta, R., López-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3-27.
- Leal, R. P. C., Carvalhal-da-Silva, A. L., & Valadares, S. M. (2002). Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração Contemporânea*, 6(1), 7-18.
- Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *Journal of Finance*, 32(2), 371-387.



- López-Iturriaga, F. J., & Crisóstomo, V. L. (2010). Do leverage, dividend payout and ownership concentration influence firms' value creation? An analysis of Brazilian firms. *Emerging Markets Finance and Trade*, 46(3), 80-94.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2005). CEO Overconfidence and Corporate Investment. *Journal of Finance*, 6, 2661-2700.
- McConnell, J. J., & Servaes, H. (1990). Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 595-612.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
- Morck, R., Wolfenzon, D., & Yeung, B. (2005). Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth. *Journal of Economic Literature*, 43(3), 655-720.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, 147-175.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575-592.
- Myers, S. C. (2001). Capital Structure. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81-102.
- Myers, S. C. (2003). Financing of Corporations. In G. M. Constantinides, M. Harris & R. M. Stulz (Eds.), *Handbook of the Economics of Finance* (pp. 215–253). Amsterdam: Elsevier, North-Holland.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.
- Rizov, M. (2004). Credit Constraints and Profitability. *Emerging Markets Finance and Trade*, 40(4), 63-83.
- Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Shyam-Sunder, L., & Myers, S. C. (1999). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 51(2), 219-244.
- Stein, J. C. (2003). Agency, information, and corporate investment. In G. M. Constantinides, M. Harris & R. M. Stulz (Eds.), *Handbook of the Economics of Finance* (pp. 111-165). Amsterdam: Elsevier, North-Holland.
- Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American Economic Review*, 71(3), 393-409.
- Stulz, R. M. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26(1), 3-27.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1-19.
- Young, M. N., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Bruton, G. D., & Jiang, Y. (2008). Corporate Governance in Emerging Economies: A Review of the Principal-Principal Perspective. *Journal of Management Studies*, 45(1), 196–220.