

Explicações do nível de endividamento das empresas brasileiras estatais e não estatais

WILSON TOSHIRO NAKAMURA

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE (MACKENZIE)

wtnakamura@uol.com.br

GRACIELA DIAS COELHO JONES

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA (UFU)

graciela.dcjones@gmail.com

ELAINE APARECIDA MARUYAMA VIEIRA NAKAMURA

UNIVERSIDADE NOVE DE JULHO (UNINOVE)

elaine.vieira.nakamura@gmail.com

JOSÉ RENATO DE PAULA SOUZA JARDIM

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE (MACKENZIE)

jrenatojardim@gmail.com

SAMUEL DE PAIVA NAVES MAMEDE

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE (MACKENZIE)

mamede12@hotmail.com

Introdução

O estudo desenvolvido por Mello Jr. (2000) chegou à conclusão de que a privatização de empresas estatais é considerada como importante instrumento para a reformulação dos sistemas de governança empresarial no Brasil. Isso estimulou por sua vez, o desenvolvimento do setor privado, o que veio a facilitar acesso das empresas brasileiras a novas fontes de financiamento. Na determinação da estrutura de capital, a natureza da propriedade da empresa pode induzir efeitos sistemáticos.

Problema de Pesquisa e Objetivo

Nesse contexto, a questão norteadora do presente estudo é: Existe relação significativa do endividamento contábil e de mercado nas empresas brasileiras estatais e não estatais? O objetivo do presente artigo é analisar as possíveis explicações do endividamento das empresas brasileiras estatais e não estatais.

Fundamentação Teórica

A teoria POT obedece a uma hierarquia de preferência sobre os financiamentos, partindo de uma hierarquia para a utilização dos fundos, sendo o primeiro os lucros retidos, ou seja, recursos internos. A teoria do trade-off apresenta a ideia de que as empresas almejam um determinado alvo de endividamento que possa refletir o ponto de equilíbrio entre os benefícios do uso da dívida contra os prováveis custos que possam surgir das dificuldades financeiras. De acordo com a Teoria da Agência, existe a necessidade de alinhar os interesses dos agentes aos interesses do principal

Metodologia

O presente estudo pode ser classificado como uma pesquisa-empírico analítica de caráter explicativo, e tem como objetivo analisar as possíveis explicações do endividamento das empresas brasileiras estatais e não estatais.

O intervalo de observação dos dados envolveu o período de 2008 a 2014, sendo identificadas um total de 350 companhias abertas brasileiras. As observações provenientes das companhias abertas que formaram a base de dados da amostra foram coletadas exclusivamente do site da Economática®.

Análise dos Resultados

os principais resultados dos modelos econométricos foram que quanto menor o nível de endividamento de mercado das empresas privadas, menor será o seu tamanho. Estes resultados em linha com as evidências encontradas por Schnorrenberger e Procianny (2002), os quais versam que quanto maior o tamanho da empresa, maior será o grau de investimento. Uma segunda evidência destacada na pesquisa apresenta que as empresas privadas possuem uma relação negativa com o endividamento de mercado.

Conclusão

os principais resultados mostraram que: (i) quanto menor o nível de endividamento de mercado das empresas privadas, menor será o seu tamanho; (ii) as empresas privadas possuem uma relação negativa com o endividamento de mercado, isto é, quanto maior o nível de endividamento de mercado, menor a proporção das empresas privadas participantes e (iii) não houve qualquer tipo de constatação e/ou inferência que a variável concentração de capital pode trazer implicações para a possível relação significativa do endividamento contábil e de mercado nas empresas brasileiras estatais e não estatais.

Referências Bibliográficas

NISYAMA, Edelcio Koitiro; NAKAMURA, Wilson Toshiro. Pesquisas internacionais recentes em estrutura de capital. Revista de Administração de Roraima, Brasil, Boa Vista, Ed. Vol. 5, n. 1, jan/ jun. 2015.

PÖYRY, Salla; MAURY, Benjamin. Influential ownership and capital structure. Managerial and Decision Economics, v. 31, n. 5, p. 311-324, 2010.

SCHNORRENBERGER, A.; PROCIANNOY, J. A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras. In: 2º Encontro Brasileiro de Finanças, Rio de Janeiro, 2002.

Explicações do nível de endividamento das empresas brasileiras estatais e não estatais

Resumo

O objetivo da presente pesquisa é analisar as possíveis explicações do endividamento das empresas brasileiras estatais e não estatais. Para o desenvolvimento da pesquisa, adotou-se como amostra as empresas brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA. Para tanto, a composição da amostra foi constituída por 104 companhias abertas no Brasil, totalizando 4.936 observações para dados anuais no período de 1º de janeiro de 2008 a 31 de dezembro de 2014. Ao utilizar a análise com dados em painel e levar em consideração as variáveis de controle apontadas como relevantes pela literatura, destacando Pecking Order, Trade-Off e Teoria da Agência, os principais resultados mostraram que: (i) quanto menor o nível de endividamento de mercado das empresas privadas, menor será o seu tamanho; (ii) as empresas privadas possuem uma relação negativa com o endividamento de mercado, isto é, quanto maior o nível de endividamento de mercado, menor a proporção das empresas privadas participantes e (iii) não houve qualquer tipo de constatação e/ou inferência que a variável concentração de capital pode trazer implicações para a possível relação significativa do endividamento contábil e de mercado nas empresas brasileiras estatais e não estatais. Para estudos futuros, sugere-se (i) testar a relação de outras variáveis no estudo com o objetivo de identificar outros fatores que influenciam o endividamento das empresas estatais e não estatais, como por exemplo: investimentos e pagamento de dividendos; (ii) a inclusão de outros países emergentes para avaliar a comparabilidade das estruturas de capitais e (iii) enriquecer as observações de companhias de capital abertas com companhias de capital fechado e brasileiras.

Palavras-chave: Estrutura de propriedade. Estrutura de capital. Empresas brasileiras estatais e não estatais.

1 Introdução

Apesar do amplo processo de desestatização ocorrido internacionalmente nas décadas de 1980 e 1990, as empresas estatais permanecem desempenhando significativo papel na implementação de políticas públicas e na oferta de bens e serviços à sociedade (FONTES FILHO; PICOLIN, 2008, p. 1164).

O estudo desenvolvido por Mello Jr. (2000) chegou à conclusão de que a privatização de empresas estatais é considerada como importante instrumento para a reformulação dos sistemas de governança empresarial no Brasil. Isso estimulou por sua vez, o desenvolvimento do setor privado, o que veio a facilitar acesso das empresas brasileiras a novas fontes de financiamento.

Na determinação da estrutura de capital, a natureza da propriedade da empresa pode induzir efeitos sistemáticos. Por exemplo, empresas estatais e empresas que pertencem a um conglomerado industrial ou ainda as subsidiárias de grandes corporações multinacionais podem enfrentar menos constrangimentos de crédito que empresas locais independentes e ter uma probabilidade de falência mais baixa— um fator que, de acordo com a teoria, é decisivo para o quociente ótimo de endividamento (TERRA, 2007, p. 192).

“A utilização de estatais como instrumento de políticas públicas normalmente resulta em choques entre os empreendimentos públicos e os privados, principalmente quando atuam em setores competitivos. Esses conflitos ocorrem porque as estatais possuem vantagens competitivas consideráveis ante as empresas privadas” (MIRANDA; AMARAL, 2011, p. 1071).

Nesse contexto, a questão norteadora do presente estudo é: Existe relação significativa do endividamento contábil e de mercado nas empresas brasileiras estatais e não estatais? O objetivo do presente artigo é analisar as possíveis explicações do endividamento das empresas brasileiras estatais e não estatais.

O estado “está profundamente segmentado, o que limita sua capacidade de formulação de esquemas de financiamento e estratégias de investimento comuns. Estes esquemas e estas práticas poderiam, efetivamente, aumentar o raio de manobra e a flexibilidade de ação das empresas estatais no mercado” (ABRANCHES, 1979, p. 95).

Assim, quando o dinheiro está apertado no mercado, as empresas tendem a contrair empréstimos de curto prazo para reduzir seu custo da dívida. Essa inclinação é mais evidente em empresas privadas. A taxa de empréstimo de curto prazo de empresas estatais não é tão significativamente sensível ao ajuste da taxa de juro de referência, o que significa que as empresas estatais tem classificação mais elevada do que as empresas privadas em termos de disponibilidade de empréstimos de longo prazo. Os clientes preferenciais para empréstimos bancários de longo prazo são as empresas de propriedade estatal com implicação de garantia governamental ou empresas de grande porte com baixos custos de gestão e risco. Os bancos podem compensar os riscos e obter mais lucro, aumentando a taxa de juros do empréstimo; empresas estatais não são, portanto, a sua escolha absoluta. Devido à diminuição da disponibilidade de empréstimos de longo prazo, a sensibilidade negativa da taxa de crédito de longo prazo para empresas estatais para a taxa básica de juros do empréstimo tem aumentado, enquanto que a de empresas privadas não é alterado significativamente (ZHOU; WANG; DING, 2014).

Como contribuição teórica pode ser destacada que a estrutura de capital representa um dos temas controversos em finanças corporativas e continua a provocar muitas pesquisas tanto nas teorias já amplamente discutidas como também nos diversos inter-relacionamentos com outros aspectos corporativos (NISIYAMA; NAKAMURA, 2015, p. 106).

2. Referencial Teórico

2.1. Teoria do Pecking order (POT)

A teoria POT obedece a uma hierarquia de preferência sobre os financiamentos, partindo de uma hierarquia para a utilização dos fundos, sendo o primeiro os lucros retidos, ou seja, recursos internos. Na sequência, são preferíveis os recursos levantados por meio de dívidas e em último lugar tem-se a emissões de ações (MYERS, 2001, BERK; DEMARZO, 2009).

As firmas brasileiras optam preferencialmente por suprir suas necessidades financeiras por meio de capital de terceiros, quer dizer, o deficit financeiro das empresas, gerado pelo crescimento de seus ativos e de sua atividade operacional, será coberto por recursos externos originando dívidas da empresa. Deste modo, a variação do endividamento está associada de forma forte ao deficit financeiro, o que implicaria preferência pelo financiamento por emissão de dívida, após o uso de recursos gerados internamente”

(MOTA; COELHO; HOLANDA, 2014, p. 160 e 161). Por outro lado, detectou-se influência de aspectos conjunturais nas escolhas dos gestores.

De acordo com Silva (2002, p.61) estudos que observam a alavancagem em função da lucratividade histórica concluem que empresas menos lucrativas e, portanto, com menos recursos próprios para investir, são mais alavancadas. Outros estudos verificaram se empresas subavaliadas possuíam dívidas de curto prazo e de primeira classe, como esperado, e encontraram resultados que negaram a hipótese. Esses resultados refutaram a teoria de preferência das fontes, segundo a qual é ótimo exaurir uma fonte de financiamento antes de recorrer a outra.

O estudo de Coelho (2015, p. 1) investigou “os fatores determinantes da estrutura de capital diante das discussões de duas principais correntes teóricas sobre o assunto, Trade-off e Pecking order”. Com relação à estrutura de capital foram identificadas quatro variáveis dependentes, e a mais relevantes foi o endividamento total a valor contábil e a valor de mercado, apontado em 58% e 30% dos artigos examinados, respectivamente. Quanto aos fatores determinantes da estrutura de capital foram verificadas treze variáveis principais, em que foram destacadas a rentabilidade que apareceu em 80% dos artigos e tangibilidade com mais de 70% de ocorrências. Os resultados revelaram que na comparação entre as teorias, o Brasil, a China, a Índia e o Paquistão tiveram suporte na teoria pecking order quanto ao determinante rentabilidade.

O estudo de Gaud et al (2005) verificou que o tamanho de empresas e a importância dos ativos tangíveis são positivamente relacionado com a alavancagem, enquanto o crescimento de rentabilidade estão associados negativamente com alavancagem. O sinal destas relações sugerem que tanto a teoria do pecking order como a teoria do trade-off explicam a estrutura de capital das empresas suíças embora haja mais evidências para validar a última teoria.

2.2 Teoria Trade-off (TOT)

Para Myers (2001), a teoria do trade-off apresenta a ideia de que as empresas almejam um determinado alvo de endividamento que possa refletir o ponto de equilíbrio entre os benefícios do uso da dívida contra os prováveis custos que possam surgir das dificuldades financeiras.

De acordo com Nakamura et al. (2007, p. 74) para a TOT dois fatores influenciam as decisões de endividamento das empresas “por um lado as economias fiscais esperadas pelo uso crescente de dívida e, por outro, os custos de falência esperados que se manifestam para níveis elevados de endividamento, a partir do qual se tornam maiores quanto mais endividada for a empresa”.

O estudo de Morellec, Nikolov e Schürhoff (2012) mostrou que intensificando a teoria do trade-off com conflitos de interesses pequenos entre gerentes e acionistas resultou em um modelo que permite explicar as causas de algumas firmas emitirem pouca dívida, mesmo sendo conhecidos os benefícios fiscais da dívida.

2.3 Teoria da Agência

De acordo com a Teoria da Agência, existe a necessidade de alinhar os interesses dos agentes aos interesses do principal, considerando-se que nem sempre o agente tem

propensão a agir de acordo com o interesse do principal (JENSEN; MECKLING, 1976, Myers, 2001).

As decisões de estrutura de capital envolvendo financiamento e investimentos traz à tona os problemas relacionados aos conflitos de agência entre os gerentes, acionistas e outros investidores” (NISIYAMA; NAKAMURA, 2015, p. 115)

Morck et al (1988) apontaram que a ausência de separação entre propriedade e controle aumentam o valor para o acionista devido ao fato de reduzir os conflitos de interesse.

Jensen e Meckling (1976, apud SILVA, 2002, p. 53) mostram as fontes de conflito entre acionistas e administração, e entre *insiders* (controladores e acionistas que pertencem à administração) e *outsiders* (minoritários). Os *insiders* podem tomar decisões em benefício próprio em relação aos *outsiders*. Esses conflitos são freqüentes no mercado brasileiro, pois, em geral, a estrutura acionária é concentrada, com controle bem definido, e desvios da relação uma ação - um voto são significativos, em virtude principalmente da popularidade da emissão de ações preferenciais.

Harvey, Lins e Roper (2001 apud SILVA, 2002, p. 64) estudaram empresas em mercados emergentes, incluindo o Brasil, e encontram evidências de que a alavancagem aumenta o valor das empresas onde exista uma elevada separação entre os direitos de fluxo de caixa e de controle. Os resultados são consistentes com a idéia de que o aumento de dívidas provoca um maior monitoramento da firma, reduzindo os potenciais custos de agência. O resultado do estudo de Lin, Chou & Wang (2012) propõe que em uma firma com um índice de endividamento mais elevado, os acionistas devem fornecer um contrato de compensação com maior intensidade de incentivo para os gerentes. O objetivo do estudo de Morellec, Nikolov e Schürhoff (2012) foi examinar a importância dos conflitos entre os gerentes e acionistas na definição do endividamento e explicitar os seus efeitos na dinâmica e no perfil das estruturas de capital das organizações.

2.3 Estrutura de Propriedade

Para Jensen e Meckling (1976), a concentração de propriedade representa-se como benéfica para as empresas, por considerar que os grandes investidores serem mais eficientes no processo de monitoramento de administradores de uma empresa. A concentração induz a um controle mais próximo do proprietário sobre a empresa, substituindo mesmo as funções dos conselhos ou reduzindo sua importância. Assim como o majoritário em uma empresa privada procura assegurar sua influência, seja diretamente ou via conselho, problema semelhante pode ocorrer na empresa estatal, amplificado por sua natureza política (FONTES FILHO; PICOLIN, 2008, p. 1175).

A variável propriedade de capital tem sido alvo de estudos em outros trabalhos, com destaque para a pesquisa de Terra (2007, p. 203), o qual argumenta que, de fato, a maioria dos estudos empíricos sobre estrutura de capital despreza essa variável. Entretanto, uma vez que a maioria desses trabalhos é conduzida para países desenvolvidos - onde a presença de empresas estatais e paraestatais é menos prevalente - tal omissão é menos aceitável neste estudo.

Leal, Carvalho da Silva e Valadares (2002) em seus estudos avaliaram as estruturas direta e indireta de controle das empresas brasileiras, e como resultado identificaram um alto grau de concentração de controle nas empresas do país.

Siqueira (1998) estudou os impactos e repercussões das mudanças na estrutura de propriedade de empresas, levantando causas e conseqüências da concentração da

propriedade das empresas de capital aberto do Brasil. Os resultados conduzem à conclusão que o grau de concentração do controle acionário das companhias brasileiras é impactado pela regulamentação de mercado, pelo tamanho da empresa e pela estrutura de capital. O tamanho da empresa teve efeito positivo sobre a concentração da propriedade, o que indica a existência de tendência para concentração do controle acionário à medida em que as empresas têm aumento de tamanho.

A relação entre estrutura de propriedade/controlado e estrutura de capital é um tema de pesquisa relevante atualmente, havendo dois padrões. O modelo anglo-saxônico se caracteriza pela baixa alavancagem, uma vez que o capital próprio predomina como fonte de financiamento devido à maior proteção legal aos acionistas. Por sua vez, o modelo nipo-germânico se caracteriza pelo financiamento via dívidas. Nos mercados emergentes, notadamente na América Latina, a decisão da estrutura de capital é afetada pelas práticas ineficazes de governança corporativa e pelo cenário de volatilidade e instabilidade econômica com (SILVA, 2002, p. 59).

Schnorrenberger e Procianny (2002) “analisaram a relação da estrutura de controle e estrutura de capital nas companhias brasileiras listadas na Bovespa no período de 1995 a 2000. Os autores concluem que: (a) quanto mais concentrado o controle acionário menor será o nível de endividamento; (b) quanto maior for a lucratividade da empresa, menor será o nível de endividamento; e (c) quanto maior o tamanho da empresa, maior será o grau de endividamento” (SILVA, 2002, p.62).

“O motivo para a propriedade estatal é assegurar investimentos em ativos socialmente valiosos que não podem ser realizados por investidores privados devido aos riscos de expropriação” (ESFAHANI E ARDAKANI, 2002, p. 5). “O Estado e empresas estatais devem reconhecer o direito de todos os acionistas e assegurar a equidade no tratamento e igual acesso à informação da empresa, como referido nos princípios de governança corporativa da OCDE” (FONTES FILHO; PICOLIN, 2008, p. 1178).

O estudo de Sun et al (2015) examina em que grau conflitos de agência na estrutura de propriedade afetam os índices de alavancagem das empresas e decisões de financiamento externo, utilizando uma amostra universal de empresas do Reino Unido entre 1998 e 2012. A propriedade institucional encontrada foi positivamente relacionada com os níveis de alavancagem da empresa.

O estudo de Demsetz e Lehn (1985) concluíram que os fatores como tamanho da empresa e desempenho apresentam-se como determinantes do grau de concentração das ações dos controladores. A concentração pode ser motivada pelo nível de ativos e pelos resultados gerados, entre outros aspectos. O mais elevado número de grandes acionistas dividindo a propriedade pode contribuir para a redução do poder de um grande acionista majoritário como a literatura tem apontado (LÓPEZ-DE-FORONDA; LÓPEZ-ITURRIAGA; SANTAMARÍA-MARISCAL, 2007, p. 458).

2.4 Outros estudos empíricos

O estudo de Silva (2002) identificou que existe evidência empírica de que empresas em mercados mais maduros são mais alavancadas e o nível de alavancagem tende a seguir uma média histórica. Observou-se que empresas com grande potencial de crescimento tendem a ter menos dívidas de longo prazo, e tendem a emitir mais dívidas de primeira classe.

Nascimento (2000) analisou o efeito das variáveis de governança corporativa na determinação da estrutura de capital das empresas brasileiras. O autor conclui que a lucratividade, as oportunidades de crescimento, o risco e a composição dos ativos tem relação negativa com a captação via dívida, e o tamanho da empresa tem relação positiva. Portanto, praticamente todas as variáveis, à exceção da proporção de ativos fixos, são consistentes com o que é previsto pela teoria (SILVA, 2002, p. 64).

O estudo desenvolvido por Harris e Raviv (1990) concluíram que quanto maior for o tamanho de uma empresa maior será seu financiamento por dívidas. A variável lucratividade é inversamente proporcional ao grau de endividamento de uma empresa.

Os autores Gomes e Leal (2001) desenvolveram pesquisa sobre os determinantes da estrutura de capital das companhias brasileiras, e tiveram como resultado que a lucratividade, o tamanho e as oportunidades de crescimento apresentam relação negativa com a captação via dívida. Por outro lado, a composição dos ativos e o risco possuem relação positiva. As teorias do custo de insolvência, a teoria do pecking order, a assimetria de informação e dos custos de agência são confirmadas pelos parâmetros lucratividade, composição dos ativos e oportunidade de crescimento. As variáveis tamanho, com relação negativa, e o risco, com relação positiva, contradizem as expectativas (SILVA, 2002, p. 63).

2.5 Empresas Estatais: definição e origem

Empresa pública é a entidade criada por lei para a exploração de atividade econômica que o Governo seja levado a exercer por força de contingência administrativa (DECRETO-LEI n. 200). “A origem da presença do estado brasileiro na atividade produtiva está associada, além do já mencionado apoio à iniciativa privada, à proposta de um rápido crescimento por meio da industrialização” (IPEA, 1996, p. 11)

A ampliação do aparelho de Estado corresponde, assim, tanto às necessidades criadas por transformações estruturais provocadas pelo processo de desenvolvimento, quanto pela dinâmica política própria a cada etapa deste processo, a pactos, alianças e correlações de poder, envolvendo as diversas forças sociais ativas. Assim, não são nem resultado inexorável de determinações estruturais irresistíveis, nem produto da ideologia da afirmação autoritária e voluntarista de um projeto estatista de elites bem situadas na estrutura de poder. São produto de respostas políticas a problemas estruturais (ABRANCHES, 1979, p. 96).

“A configuração da empresa estatal apresenta variação entre os países, desde modelos fechados, sem participação de investidores privados, a modelos onde a participação é intensa, embora o proprietário permaneça como instância de governo” (FONTES FILHO; PICOLIN, 2008, p. 1170).

No plano das decisões concernentes aos padrões de financiamento das operações e expansão das empresas estatais, cabe distinguir a autonomia financeira, que se refere à capacidade corrente de autofinanciamento da empresa, da autonomia de capital, ou seja, a possibilidade de livre disposição de seu excedente, com fins de acumulação (ABRANCHES, 1979, p. 99). A relativa autonomia concedida às empresas estatais não deve ser confundida com completa independência (WAHRLICH, 1980, p. 19). Com relação ao controle corrente, no entanto, "as firmas estatais são mais abertas à supervisão que as companhias privadas" (ABRANCHES, 1979, p. 99)

A questão do controle sobre as empresas estatais no Brasil tem relevância não só em função da grande participação do Estado na economia brasileira ou do grande número e tamanho dessas empresas mas, principalmente, em função da própria natureza e complexidade prática desse controle. A busca de harmonia entre a administração direta e indireta nem sempre é fácil, pois envolve problemas que vão desde a formulação de decisão política aos processos de implementação e aos critérios de avaliação interna das empresas (MOTA, 1980, p. 69).

Em países, em situações de desaceleração econômica, quando a rentabilidade na indústria tende a declinar rapidamente, as empresas estatais são mais fortemente afetadas, em razão de realizarem tarefas que não são passíveis de financiamento pelo mercado. Neste caso, tornam-se cada vez mais dependentes de financiamento externo. Esta dependência a recursos externos e o conseqüente declínio da capacidade das empresas estatais para auto determinar sua política de investimentos limitam suas possibilidades de expansão autônoma. Os limites técnicos e financeiros para a expansão autônoma da empresa estatal variam de acordo com as condições específicas dos mercados em que se inserem e com o próprio formato organizacional assumido pelas empresas (ABRANCHES, 1979, p. 101).

As empresas estatais têm pouca necessidade de geração de lucros ou pagamento de dividendos, menores custos de investimentos e de financiamento de exportações, e também acesso a fundos em melhores termos, poucos impostos domésticos, preferências para compras e vendas do governo, informações internacionais, comércio e regulamentações que favorecem os negócios das estatais (NIELSEN, 1982).

O artigo de Pöyry e Maury (2010) explora a relação entre estruturas de propriedade e estruturas de capital na Rússia, uma economia com um setor estatal banking, governança corporativa fraca, e a propriedade altamente concentrada. Como achados encontraram que as empresas com o Estado como acionista controlador tem alavancagem significativamente maior do que as empresas controladas por acionistas controladores privados nacionais e do que oligárquicas. Ambas as empresas controladas pelo Estado ou oligarcas financiam seu crescimento com mais dívidas do que outras empresas. A rentabilidade é negativamente relacionada com a alavancagem em todos os tipos de proprietários controladores, indicando uma preferência por financiamento interno sobre a dívida. Os resultados indicam que as empresas com proprietários que têm influência política ou ligações com grandes grupos financeiros e desfrutam de um melhor acesso à dívida.

3. Aspectos metodológicos

Este tópico apresenta as etapas de seleção da amostra, a descrição e definições operacionais das variáveis utilizadas na análise, os procedimentos de análise quantitativa aplicadas como as equações estatísticas de regressões por meio da utilização de dados em painel para os modelos econométricos.

3.1 Base de dados

O presente estudo pode ser classificado como uma pesquisa-empírico analítica de caráter explicativo, e tem como objetivo analisar as possíveis explicações do endividamento das empresas brasileiras estatais e não estatais.

O intervalo de observação dos dados envolveu o período de 2008 a 2014, sendo identificadas um total de 350 companhias abertas brasileiras. As observações provenientes das companhias abertas que formaram a base de dados da amostra foram coletadas exclusivamente do site da Economática®.

A amostra da pesquisa inicial foi composta por companhias abertas registradas na BM&FBovespa. A partir desta amostra inicial, foram aplicadas as seguintes exclusões: (i) instituições financeiras e (ii) outras empresas que não apresentavam dados suficientes para a composição das variáveis deste estudo. Nestes termos, chegou-se à quantidade de 104 companhias abertas, dispostas em 18 setores de diversidades atividades econômicas.

3.2. Variáveis Exploratórias e Equações dos modelos econométricos

Neste tópico, evidenciaram-se as variáveis exploratórias que são utilizadas na pesquisa como forma de demonstrar a possível relação da variável dependente com as independentes, conforme aponta o Quadro 1.

Quadro 1: Variáveis do estudo e definições operacionais.

Variável	Definição Operacional
Endividamento Contábil	Dívidas Totais / Ativos Totais (contábil).
Endividamento de Mercado	Dívidas Totais / Ativos Totais (mercado).
Estatal e/ou Privado	Empresas descritas como Estatais e/ou Privadas.
Concentração de capital	Concentração de capital por acionista.
Tamanho	LN da Receita Operacional Líquida.
Volatilidade	(Desvio-Padrão Ebit – Média) / Receita Operacional Líquida.
Rentabilidade	EBITDA / Ativos Totais.
Oportunidade de crescimento	Valor de Mercado dos Ativos / Valor Contábil dos Ativos.
Tangibilidade	Ativo Imobilizado + Estoques / Ativo Total.
Investimentos	LN da Receita Operacional Líquida.

Fonte: elaborado pelos autores.

Com base nas variáveis de estudo, destacadas no Quadro 1, e como forma de mensurar as relações entre as variáveis dependentes e independentes, foi estruturado o Quadro 2 para apresentação dos modelos das equações econométricas.

Quadro 2: Variáveis dependentes e equações com as variáveis independentes.

Variável dependente	Equação com as variáveis independentes
Endividamento de Mercado	$\text{Endividamento Mercado} = \beta_0 + \beta_1 \text{Estatal/Privado (dummy)} + \beta_2 \text{Concentração de Capital} + \beta_3 \text{Tamanho} + \beta_4 \text{Volatilidade} + \beta_5 \text{Rentabilidade} + \beta_6 \text{Oportunidade_cresc} + \beta_7 \text{Tangibilidade} + \beta_8 \text{Investimentos} + \varepsilon_{P1}$
Endividamento Contábil	$\text{Endividamento Contábil} = \beta_0 + \beta_1 \text{Estatal/Privado (dummy)} + \beta_2 \text{Concentração de Capital} + \beta_3 \text{Tamanho} + \beta_4 \text{Volatilidade} + \beta_5$

$$Rentabilidade + \beta_6 Oportunidade_cresc + \beta_7 Tangibilidade + \beta_8 Investimentos + \varepsilon_{Pt}$$

Fonte: elaborado pelos autores.

Posteriormente a apresentação da amostra da pesquisa, a identificação das variáveis dependentes, o destacamento das variáveis exploratórias (independentes) e também das equações econométricas, o tópico 3.3 versará sobre os procedimentos estatísticos utilizados, bem como os testes de robustez realizados na presente pesquisa, como por exemplo, dados em painel (modelo “*pooled*” ou empilhado, modelo de efeitos fixos e modelo de efeitos aleatórios).

3.3 Procedimentos Estatísticos

Para o tratamento e desenvolvimento dos procedimentos estatísticos, foram aplicados os seguintes testes: (i) teste de *Shapiro-Wilk*, para avaliar se as observações das companhias abertas possuíam distribuição de retornos próxima da distribuição normal, (ii) Teste T, utilizado para saber se a diferença entre as médias de amostras são significativas para concluir se existem ou não diferenças para os dados comparados; (iii) Teste VIF, medidor de colinearidade e (iv) Dados em Painel. O Quadro 3 apresenta o resumo dos procedimentos de análise quantitativa que foram desenvolvidas na pesquisa.

Quadro 3: Procedimentos de análise quantitativa aplicados

Método Estatístico	Fundamento		Estudo
Teste de Shapiro Wilk	Analisar se os fundos multimercados possuíam distribuição de retornos próxima da distribuição normal.		Shapiro e Wilk (1965)
Winsorize	Atribuir o valor limite, caso a observação estivesse fora do limite inferior ou superior.		Fávero (2013)
Teste T	Avaliar as diferenças entre a média de grupos, verificando assim a possível significância estatística entre ele.		Gujarati e Porter (2011)
Teste VIF	Medidor do nível de colinearidade entre os regressores de uma equação, verificando o quanto de um da variância de um estimador é influenciada pela presença de colinearidade de outros regressores.		Fávero (2013)
Dados em Painel	<i>Pooled</i>	A estimação é feita assumindo-se que os parâmetros são comuns para todos os indivíduos, isto é, o intercepto é o mesmo para toda a amostra.	Gujarati e Porter (2011)
	Efeitos Fixos	No modelo de efeitos fixos, a estimação é feita assumindo-se que a heterogeneidade dos fundos se capta na parte constante, que é diferente de fundo para fundo. A parte constante então é diferente para cada indivíduo, captando diferenças invariantes no tempo.	
	Efeitos Aleatórios	A estimação é feita introduzindo-se a heterogeneidade dos indivíduos no termo de erro. Os modelos com efeitos aleatórios consideram a constante não como um parâmetro fixo, mas como um parâmetro aleatório não observável.	
Teste Chow	Analisar qual o modelo é o mais adequado a ser aplicado entre os dados empilhados (<i>pooled</i>) e o efeito fixo.		Hill, Griffiths e Judge (2010)

Teste BreuschPagan	Analisar qual o modelo é o mais adequado a ser aplicado entre os dados empilhados (<i>pooled</i>) e o efeito aleatório.	Gujarati e Porter (2011)
Teste Hausman	Analisar qual dos modelos é o mais adequado: modelo de efeitos aleatórios ou o modelo de efeitos fixos.	Gujarati e Porter (2011)

Fonte: Mamede (2014).

Com o objetivo de oferecer os procedimentos estatísticos e dar robustez a presente pesquisa, foram estimados os modelos em forma de dados em painel na análise de resultados. A exploração dos modelos econométricos, por meio de dados em painel, possibilita ao pesquisador considerar a relação de uma variável específica com múltiplas variáveis de predição, oferecendo, por assim, modelos preditivos de diferenças de observações ao longo de uma série de tempo.

Entre os modelos que combinam dados de séries temporais e dados em corte transversal, os mais utilizados são: (i) Modelo *pooled* ou empilhado; (ii) Modelo de efeitos fixos e (iii) Modelo de efeitos aleatórios.

Posto isto, foram estruturados os modelos em dados empilhados (*pooled*) e dados em painel para efeitos fixos e efeitos aleatórios. Com o objetivo da seleção do modelo mais ajustado, o Teste Hausman evidencia o modelo mais adequado entre efeitos fixos e aleatórios. O próximo teste, Chow, revela entre os modelos de dados empilhados ou efeito fixo, qual o mais assertivo, e por fim, o teste BreuschPagan, para determinar qual o modelo mais adequado considerando os modelos de dados empilhados e efeito aleatório.

Para fins de testes de confirmação, aplicou teste de multicolinearidade para investigar se algumas das variáveis do modelo econométrico absorvem a funcionalidade de outras variáveis. Este teste, denominado Teste VIF, analisa a ausência ou não da multicolinearidade, partindo da premissa do valor de separação igual a 10. De forma prática, esta análise é aplicada quando evidencia-se a probabilidade de duas ou mais variáveis explicativas do modelo possuírem correlação entre si. Com a finalidade de possíveis correções e ajustes de heterocedasticidade, foram transformados os resíduos em homocedásticos, isto é, distribuição de resíduos como uma variância constante.

4. Resultados e Discussões

Foram utilizadas 4.936 observações para 104 companhias abertas, apresentando-se os resultados médios de cada uma das variáveis, desvio padrão, mínimo e máximo de observações (Tabela 1).

Tabela 01: Tabela Descritiva para as variáveis do modelo econométrico.

Variável	No de observ.	Média	Desv. Pad.	Min.	Máx.
Endividamento de mercado	2.951	7,757377	56,88014	0,001591	1477,773
Endividamento contábil	3.776	2,902088	29,20807	1,0542	992,2514
Estatal / Privado	4.936	0,8703404	0,3359626	0,00000	1,00000
Concentração capital	4.912	59,3314	27,82386	5,386955	100,000
Tamanho	3.768	13,24353	2,498753	-2,396896	7691,245
Volatilidade	4.094	2021,739	5742,96	2,373557	7691,245
Rentabilidade	3.781	1,35215	2,6919	2,003357	5,464347
Oportunidade_cresc.	3.275	0,2730826	2,511018	-6,65497	109,7711

Tangibilidade	3.767	0,3415716	0,2771342	0,00000	0,9906131
Investimentos	2.817	0,0891197	0,22205	0,045245	0,9974127

Fonte:elaborada pelos autores.

A Tabela 1 evidencia uma diferença na quantidade do número de observações em virtude da disponibilidade de informações que foram extraídas da base do site da Economática®. O endividamento de mercado e contábil, por exemplo, apresentaram desvios padrões diferentes, isto é, o quanto as observações de variação ou dispersão existem em relação à média (ou valor esperado).

Já a variável Estatal/privado mínimo e máximo apresentam, respectivamente, 0 e 1, pois elas satisfazem desta forma a condição de variáveis *dummy*. Em relação a variável concentração de capital, a amplitude de mínimo e máximo perfizeram os valores de 5% e 100%, aproximadamente. Em outras palavras, as concentrações de capital acionária de algumas empresas variam em torno de 5% até o controle total de 100% das operações.

A variável exploratória Tamanho, codificada por meio de logaritmo *neperiano* do valor da Receita Líquida, foi utilizada para evitar problemas de diferenças de escala. Isto pode ser evidenciado por meio do reduzido desvio padrão, aproximadamente 2,49 em torno da média dos dados.

Sobre a variável Volatilidade, percebe-se claramente a pulverização dos dados em relação à média. A variação da descrição de mínimo e máximo é significativa, sendo a média a evidenciação clara de como os dados, das empresas da amostra, apresentam dispersão.

As variáveis independentes Rentabilidade, Oportunidade de Crescimento e Tangibilidade, apresentaram, respectivamente, reduzidos níveis de desvio padrão, proporcionando assim a evidenciação de que os dados possuem uma certa proximidade com a média das observações. Por fim, a variável, Investimentos foi a variável com a menor quantidade de observações da amostra. Esta pode ser, estatisticamente, uma possível explicação do por que os dados possuem uma proximidade muito grande com a média desta variável.

Após a apresentação da Tabela 1 -Tabela descritiva das observações da amostra destaca-se que, por meio do teste de normalidade de Shapiro-Wilk, analisou-se se as observações das variáveis das companhias abertas possuíam distribuição de retornos próximo da distribuição normal. O teste permitiu calcular se a referida amostra possui ou não distribuição normal. O resultado do teste de normalidade concluiu que a distribuição dos retornos mostrou-se diferente da distribuição normal, o que evidenciou uma distribuição não normal das observações.

Posteriormente ao teste de normalidade, os resultados estatísticos apontaram para a análise e discussão dos modelos econométricos em relação ao referencial teórico. Para tanto, foi elaborada a Tabela 2, que apresenta o resultado do modelo econométrico para dados em painel com efeitos *pooled* – dados empilhados (escolhido após a aplicação dos testes de identificação do modelo mais adequado) das variáveis: Endividamento de Mercado e Endividamento Contábil.

Tabela 02: Dados em Painel – efeito *pooled* (dados empilhados)

Variável	Endividamento de Mercado			Endividamento Contábil		
	Coef.	Estat. T	Signif.	Coef.	Estat. T	Signif.
Estatal / Privado(<i>dummy</i>)	-5,25274	-2,41	0,016*	-6,409259	-1,28	0,200
Concentração capital	-0,0460612	-1,40	0,161	0,0230791	1,12	0,263

Tamanho	-7,335904	-3,58	0,000*	-0,2675598	-0,85	0,396
Volatilidade	-0,4768171	-1,94	0,052*	0,0054841	1,24	0,216
Rentabilidade	-6,273914	-0,24	0,812	0,1449851	0,15	0,881
Oportunidade_cresc.	-0,4758489	-2,00	0,046*	0,2538455	1,12	0,264
Tangibilidade	19,56589	2,93	0,003*	4,281364	1,26	0,208
Investimentos	-33,5233	-3,14	0,002*	0,1267074	0,10	0,922
Constante	112,1855	3,66	0,000*	9,658947	1,15	0,249

Fonte:elaborada pelos autores.

Nota: nível nominal significativo a 0,05 ou 5%.

Conforme são destacados na Tabela 2, a variável endividamento de mercado apresentou nível nominal significativo para as seguintes variáveis exploratórias: estatal/privado, tamanho, volatilidade, oportunidade de crescimento, tangibilidade e investimentos.

Estas evidências estão em linha com as pesquisas de Gaud et al (2005) e Coelho (2015) com relação as variáveis exploratórias utilizadas, à saber: rentabilidade, tangibilidade. Apenas tamanho e tangibilidade apresentaram relação significativa com endividamento de mercado.

Os resultados estatísticos também ofereceram que quanto menor o nível de endividamento de mercado das empresas privadas, menor será o seu tamanho. Estas evidências coadunam com os resultados empíricos encontrados por Schnorrenberger e Procianoy (2002), Estes autores encontraram afirmações que relatam que quanto maior o tamanho da empresa, maior será o grau de investimento. Cumpre destacar que neste estudo não se pode fazer qualquer tipo de inferência a respeito da variável concentração de capital, pois não houve evidências de nível nominal significativo. Pory e Maury (2010) ratificam, entretanto, que empresas que possuem o Estado como maior acionista controlador (concentração de capital) possuem maior alavancagem que empresas não estatais. Cumpre ressaltar que de todas estas variáveis que evidenciaram significância estatística, apenas a tangibilidade apresentou coeficiente positivo, isto é, o endividamento de mercado apresenta um sinal positivo e diretamente proporcional com a tangibilidade. Para as demais variáveis, existe um sinal negativo e inversamente proporcional com o endividamento de mercado.

A variável objeto desta pesquisa, empresas estatais e empresas privadas, foram destacas no formato *dummy*, assumindo o valor 1 para companhia aberta privada e valor 0 se for companhia aberta estatal. Desse modo, pode-se fazer a seguinte leitura, com base no resultado do modelo econométrico apresentado na Tabela 2: as empresas privadas possuem significância e também uma relação negativa com o endividamento de mercado. Desta forma, infere-se que o endividamento á valor de mercado é inversamente proporcional para as empresas privadas. Em outras palavras, de acordo com os resultados estatísticos, quanto maior o nível de endividamento de mercado, menor a proporção das empresas privadas participantes.

Por conseguinte, o objetivo da pesquisa foi apresentar as possíveis explicações do endividamento das empresas brasileiras estatais e não estatais (privadas). Uma das possíveis explicações para esta menor proporção de empresas privadas ao nível de endividamento a valor de mercado se justifica pela: (i) restrição de crédito (períodos de crise/incerteza), (ii) operações de crédito de longo prazo principalmente para custear seus investimentos, (iii) aumento dos investimentos após o ano de 2008, entretanto, fizeram

mais dívidas para financiar as atividades operacionais, (iv), a redução da remuneração dos acionistas e/ou distribuição de dividendos pode ter indícios de alterações significativas.

Em relação ao endividamento contábil, não houve níveis nominais significativos. O fato de não ter constatado valor significativo, traz a leitura de que não se pode inferir qualquer tipo de relação, neste caso, da variável endividamento contábil com as demais variáveis exploratória, a saber: estatal/privado, concentração de capital, tamanho, volatilidade, rentabilidade, oportunidade de crescimento, tangibilidade e investimentos.

5. Considerações finais

Neste estudo, investigou-se a possível existência da relação significativa do endividamento contábil e de mercado nas empresas brasileiras estatais e não estatais. Foram utilizadas 4.936 observações para 104 companhias abertas, sendo que os principais procedimentos de análise quantitativa aplicados foram o teste de Shapiro-Wilk, para avaliar a distribuição de retornos próxima ou não da distribuição normal, Teste T, para avaliar as diferença entre as médias de amostras, Teste VIF como medidor de multicolinearidade e Dados em Painel para analisar a relação da variável endividamento de mercado e contábil com as demais variáveis de predição.

Algumas variáveis de predição ou exploratórias, como por exemplo, rentabilidade, tangibilidade e tamanho foram utilizadas em outras pesquisas (GAUD et al, 2005; COELHO, 2015) e também foram aplicadas neste estudo. Destas, somente tamanho e tangibilidade apresentaram relação significativa com endividamento de mercado. Em face disto, o objetivo desta pesquisa foi analisar as possíveis explicações do endividamento das empresas brasileiras estatais e não estatais.

Desse modo, os principais resultados dos modelos econométricos foram que quanto menor o nível de endividamento de mercado das empresas privadas, menor será o seu tamanho. Estes resultados em linha com as evidências encontradas por Schnorrenberger e Procyanoy (2002), os quais versam que quanto maior o tamanho da empresa, maior será o grau de investimento.

Uma segunda evidência destacada na pesquisa apresenta que as empresas privadas possuem uma relação negativa com o endividamento de mercado. Nesta linha, quanto maior o nível de endividamento de mercado, menor a proporção das empresas privadas participantes. Algumas possíveis explicações para esta menor proporção de empresas privadas ao nível de endividamento a valor de mercado se justificam da seguinte forma: em períodos de crise existe a restrição de crédito; aumento de operações de crédito de longo prazo para financiamento dos investimentos, significativa elevação dos investimentos a crise de 2008 e a redução da remuneração dos acionistas e/ou distribuição de dividendos.

Uma avaliação mais criteriosa da variável concentração de capital evidencia que empresas que possuem o Estado como maior acionista controlador (concentração de capital) possuem maior alavancagem do que companhias controladas por acionistas privados (PORY; MAURY, 2010). Porém nota-se que a variável concentração de capital neste estudo não se pode fazer qualquer tipo de inferência a respeito, pois não houve evidências de nível nominal significativo.

Portanto, as evidências obtidas por meio de Dados em Painel foram robustas com as teorias de Pecking Order, Trade-Off e Teoria da Agência. A aplicação de variáveis de

controle para o estudo das variáveis dependentes (endividamento contábil e de mercado) associado a técnicas estatísticas relevantes oferecem fundamentações aos resultados obtidos no estudo.

Algumas limitações podem ter afetado os resultados aqui apresentados: (i) realizar o estudo apenas com companhias abertas e brasileiras; (ii) necessidade de novas variáveis de controle, uma vez que outras variáveis externas podem apresentar forte influência no comportamento dos resultados. Para estudos futuros, recomenda-se testar a relação de outras variáveis no estudo com o objetivo de identificar outros fatores que influenciam o endividamento das empresas estatais e não estatais, como por exemplo investimentos e pagamento de dividendos, a inclusão de outros países emergentes para avaliar a comparabilidade das estruturas de capitais e enriquecer as observações de empresas de capital fechado brasileiras com as abertas.

Referências

ABRANCHES, Sérgio Henrique. A questão da empresa estatal – economia política e interesse público. **Rev. Adm. Emp.** Rio de Janeiro, v. 19, n. 4, p 95-105.

BERK, J.; DEMARZO, P. **Finanças Empresariais**: Essencial. Porto Alegre. Bookman, 2009.

COELHO, E. G. Estrutura de capital: um estudo bibliométrico dos reflexos de seus determinantes. In: XV Congresso USP de Controladoria e Contabilidade. São Paulo/SP, 2015.

Decreto-lei n. 200, de 25 de fevereiro de 1967, art. 5.º e seus parágrafos, c/ as alterações introduzidas pelo Decreto-lei n. 900, de 29 de setembro de 1969.

DEMSETZ, H.; VILLALONGA, B. Ownership structure and corporate performance. **Journal of Corporate Finance**, n. 7, p. 209-233, 2001.

ESFAHANI, Hadi Salehi; ARDAKANI, Ali Toossi. What determines the extent of public ownership? *Working paper*, University of Illinois at Urbana-Champaign, 2002. Disponível em: <<https://netfiles.uiuc.edu/esfahani/www/IndexFiles/Extent%20of%20Public%20Ownership.pdf>>. Acesso em: 14 jul. 2005.

FONTES FILHO, J. R.; PICOLIN, L. M. Governança corporativa em empresas estatais: avanços, propostas e limitações. **Revista de Administração Pública**, Rio de Janeiro/RJ n. 42, v. 6, p.1163-88, nov./dez. 2008.

GAUD, P., JANI, E., HOESLI, M., BENDER, A. The capital structure of Swiss companies: an empirical analysis using dynamic panel data. **European Financial Management**, vol. 11, n. 1, p. 51-69, 2005.

GOMES, G.; LEAL, R. Determinantes da estrutura de capitais das empresas brasileiras com ações negociadas em bolsas de valores. In: LEAL, R.; COSTA JR., N.; LEMGRUBER, E. **Finanças Corporativas**. São Paulo: Atlas, 2001.

HARRIS, M.; RAVIV, A. The theory of capital structure. **Journal of Finance**, v.45, n.2, p. 321-349, 1990.

HARVEY, C.; LINS, K.; ROPER, A. The effect of capital structure when expected agency costs are extreme. **NBER Working Paper**, n. 8452, 2001.

IPEA. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. TD 0442 - **O Processo de Privatização das Empresas Estatais Brasileiras**, Brasília/DF, mai. 1996. Disponível em: http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=3590. Acesso em: 03 jul. 2016.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 11, p. 5-50, 1976.

LEAL, R.; CARVALHAL DA SILVA, A.; VALADARES, S. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 6, n.1, p. 07-18, 2002.

LÓPEZ-DE-FORONDA, Ó., LÓPEZ-ITURRIAGA, F. J.; SANTAMARÍA-MARISCAL, M. Ownership Structure, Sharing of Control and Legal Framework: international evidence. **Corporate Governance: An International Review**, v. 15, n. 6, pp.1130-1143, 2007.

MELLO JR., L. **Privatização e governança empresarial no Brasil**. Rio de Janeiro: BNDES, 2000.

MIRANDA, Rubens Augusto; AMARAL, Hudson Fernandes. Governança corporativa e gestão socialmente responsável em empresas estatais. **Revista de Administração Pública**, Rio de Janeiro, v. 45, n. 4, p.1069-94, jul./ago. 2011.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 20, p. 293-315, 1988.

MORELLEC, E.; NIKOLOV, B.; SCHÜRHOFF, N. Corporate Governance and Capital Structure Dynamics. **The Journal of Finance**, 67, 2012.

MOTTA, Paulo Roberto. O controle de empresas estatais no Brasil. **Revista de Administração Pública**, Rio de Janeiro/RJ, v. 14, n. 2, p. 69-82, Apr./Jun. 1980.

MOTA, A. F.; COELHO, A. C. D.; HOLANDA, A. P. Opção por endividamento na estrutura de capital: evidências em firmas brasileiras. **Contextus - Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, v. 12, n. 1, p. 138-165, 2014.

MYERS, S. C. Capital Structure. **The Journal of Economic Perspectives**, v. 15, n.2, p. 81-102, 2001.

NIELSEN, Richard P. Government-owned businesses: market presence, competitive advantages and rationales for their support by the State. **American Journal of Economics and Sociology**, v. 41, n. 1, p. 17-27, Jan. 1982.

NISIIYAMA, Edelcio Koitiro; NAKAMURA, Wilson Toshiro. Pesquisas internacionais recentes em estrutura de capital. *Revista de Administração de Roraima, Brasil, Boa Vista*, Ed. Vol. 5, n. 1, jan/ jun. 2015.

PÖYRY, Salla; MAURY, Benjamin. Influential ownership and capital structure. *Managerial and Decision Economics*, v. 31, n. 5, p. 311-324, 2010.

SCHNORRENBERGER, A.; PROCIANOY, J. A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras. In: **2º Encontro Brasileiro de Finanças**, Rio de Janeiro, 2002.

SEAHAN, John. **Promotion and control of industry in postwar France**. Cambridge, Mass., Harvard University Press, 1963.

SILVA, André Luiz Carvalhal da Silva. A influência da estrutura de controle e propriedade
No valor, estrutura de capital e política de dividendos das empresas brasileiras. (Tese de Doutorado em Administração - COPPEAD). Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro/RJ, 2002.

SUN, J.; DING, Li; GUO, Jie Michael; LI, Yichen. Ownership, capital structure and financing decision: evidence from the UK. *The British Accounting Review*, pp. 1-16, 2015. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1016/j.bar.2015.04.001>. Acesso em: 30 mar. 2016

TERRA, P.R. S. Estrutura de capital e fatores macroeconômicos na América Latina. *Revista de Administração*, v. 42, n. 2, p. 192-204, 2007.

WAHRLICH, Beatriz. controle político das empresas estatais federais no Brasil - uma contribuição ao seu estudo. *Revista de Administração Pública*, Rio de Janeiro/RJ, v. 14, n.2 p. 69-82, Apr./Jun. 1980.

ZHOU, Jianfang; WANG, Jingjing; DING, Jianping. How loan interest rate liberalization affects firms' loan maturity structure: evidence from listed manufacturing companies in China. *China Finance Review International*, v. 4, n. 2, p. 153-167, 2014.