



08, 09, 10 e 11 de novembro de 2022  
ISSN 2177-3866

## **ESTRUTURA DE CAPITAL, GOVERNANÇA CORPORATIVA E CONCENTRAÇÃO DE PROPRIEDADE: NOVAS EVIDÊNCIAS DAS EMPRESAS BRASILEIRAS**

**THICIA STELA LIMA SAMPAIO**

UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ (UFC)

**VICENTE LIMA CRISÓSTOMO**

UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ (UFC)

**ISAC DE FREITAS BRANDÃO**

INSTITUTO FEDERAL DE EDUCAÇÃO, CIÊNCIA E TECNOLOGIA DO CEARÁ (IFCE)

Agradecimento à órgão de fomento:

Agradecemos à CAPES pelo suporte financeiro com a concessão de Bolsa de pesquisa, possibilitando que pesquisadores possam se dedicar a exercer suas pesquisas de forma focada e priorizada.

# ESTRUTURA DE CAPITAL, GOVERNANÇA CORPORATIVA E CONCENTRAÇÃO DE PROPRIEDADE: NOVAS EVIDÊNCIAS DAS EMPRESAS BRASILEIRAS

## 1 INTRODUÇÃO

A estrutura de capital parece ter relação com a política de financiamento, como com o a política de investimento da empresa. Teorias têm sido propostas sobre critérios e fatores, que influenciam a tomada de decisão acerca das fontes de financiamento, mediante a política de financiamento e investimento da empresa, e que por sua vez afetam a estrutura de capital (HARRIS; RAVIV, 1991) Myers (1977), Myers e Majluf (1984), Kraus e Litzenberger (1973) e DeAngelo e Masulis (1980).

A separação entre propriedade e gestão da empresa fez emergir conflitos de interesses entre acionista e gestor, os conflitos de agência, como preconizado pela Teoria da Agência (Jensen e Meckling (1976). A governança corporativa surgiu como um conjunto de práticas capazes de amenizar estes conflitos e assim reduzir seus efeitos maléficos para a empresa. Sob a ótica dos custos de agência, estes conflitos são sugeridos como capazes de afetar a estrutura de capital da empresa (HARRIS; RAVIV, 1991). Jensen (1986). Neste contexto, a governança corporativa, ao promover alinhamento de interesses entre gestão e acionistas, tenta melhorar a relação da empresa com o mercado e, assim, visa evitar que os conflitos de agência sejam danosos para a relação da empresa com seus financiadores. Por sua vez, a estrutura de propriedade, ao conter elementos associados à estrutura de poder da empresa, também tem sido considerada como capaz de interferir na estrutura de capital da empresa, seja no endividamento ou na emissão de ações, por distintos fatores associados aos conflitos de agência (CRISÓSTOMO; PINHEIRO; NAKAMURA, 2020; BERLE; MEANS, 1932; HARRIS; RAVIV, 1991).

O Brasil, país de economia emergente, caracteriza-se por ter um mercado que pratica juros altos, sofre com crises econômicas cíclicas em ambiente institucional instável, com a presença marcante de atores políticos na definição política econômica de crédito nacional, por meio da atuação de bancos de desenvolvimento para o fomento do crédito, além de um ser um contexto marcado pela alta concentração de propriedade, existência de acionista majoritário, e que somente iniciou, de forma mais relevante, em meados da década de 90 a adoção medidas para mitigar efeitos danosos dos conflitos de agência e alta concentração de propriedade (BRANDÃO; CRISÓSTOMO, 2015; DUTRA *et al.*, 2018; TINOCO; GIAMBIAGI, 2018). Estas características indicam a relevância de avaliar-se se, de fato, a governança corporativa é capaz de melhorar o relacionamento da empresa com seu mercado de financiamento como também se os financiadores são sensíveis ao nível de concentração de propriedade da empresa, importante característica da estrutura de propriedade.

Este trabalho tem com questão problema: qual a influência da adoção de práticas de Governança Corporativa e do nível de concentração de propriedade sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras? Esta pesquisa tem como objetivo geral: investigar a influência da adoção de práticas de Governança Corporativa e do nível de concentração de propriedade sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras.

O estudo se diferencia por utilizar um robusto índice de práticas de Governança Corporativa, e não somente a análise de práticas específicas, ou com o uso de *dummy* para representar a Governança Corporativa. Por sua vez, a estrutura de propriedade carece de maior investigação, havendo uma lacuna de pesquisa quanto a sua influência na estrutura de capital, haja vista que os estudos acerca da concentração de propriedade no contexto brasileiro versam sobre sua relação com a emissão de ações, emissão de debêntures, valor da empresa,

pagamento de dividendos, conservadorismo, risco e com a própria Governança Corporativa (BRANDÃO; CRISÓSTOMO, 2015; PINHEIRO *et al.*, 2017; CRISÓSTOMO; PINHEIRO; NAKAMURA, 2020; GRANZOTTO; SONZA, 2019; SCARAMUSSA; BORTOLON, 2020; PALHARES *et al.*; 2019; SONZA, 2017; VIANA JÚNIOR *et al.*, 2020).

## **2 REFERENCIAL TEÓRICO**

### **2.1 Estrutura de capital**

A estrutura de capital é definida como a forma pela qual as empresas financiam seus ativos, seja por capital próprio ou capital de terceiros, havendo distintas teorias que abordam a relevância e fatores determinantes da estrutura de capital, sugerindo desde a irrelevância para o valor da empresa (MODIGLIANI; MILLER, 1958) a teorias que sugerem sua importância e que a empresa faz planejamento para usar a forma de financiamento que lhe seja mais conveniente como proposto pelas Teoria *Trade Off* e *Pecking Order* (KRAUS; LITZENBERGER, 1973; MYERS, 1984; MYERS; MAJLUF, 1984; ALVES; CRISÓSTOMO, 2018; TITMAN; WESSELS, 1988).

A Teoria *Trade-off*, desenvolvida por Kraus e Litzenberger (1973) e DeAngelo e Masulis (1980) parte da premissa de Durand (1952) acerca da existência de uma estrutura de capital ótima a ser alcançada. Sob esta perspectiva, empresas visam o alcance de uma estrutura ótima de capital através de uma avaliação entre custos e benefícios associados à captação de recursos na forma de dívida (KRAUS; LITZENBERGER, 1973; DEANGELO; MASULIS, 1980).

A Teoria *Pecking Order*, desenvolvida por Myers (1984) e Myers e Majluf (1984), se baseia na existência de um ambiente de assimetria de informações como fatores capazes de influenciar a escolha das fontes de financiamento que irão compor a estrutura de capital da empresa. Na Teoria *Pecking Order*, propõe-se que há uma ordem preferencial na escolha da fonte de capital em função do custo de capital em cada fonte, o que está relacionada ao ambiente de assimetria de informações, dos custos associados à redução dessa assimetria por meio da divulgação de informações ao mercado, do risco moral e da seleção adversa. Cada fonte de financiamento tem tanto custo financeiro como informativo, de modo que a empresa teria a seguinte ordem de preferência: i) uso de capital interno (lucros, redução da distribuição de dividendos); ii) uso de capital externo (financiamento, empréstimos, *leasings*); iii) emissão de ações (MYERS, 1984, 2003; MYERS; MAJLUF, 1984).

### **2.2 Teoria da agência, Concentração de propriedade e governança corporativa**

A Teoria da Agência aborda a existência dos conflitos decorrentes da separação da propriedade e do controle, e da delegação da gestão da empresa à pessoa contratada para tal fim, os chamados conflitos de agência (JENSEN; MECKLING, 1976). Identifica-se dois tipos de conflitos em consequência da separação da propriedade e do controle: i) entre acionistas (principal) e executivo (agente) – devido ao desalinhamento de interesses e possibilidade de expropriação da riqueza dos acionistas pelos executivos; ii) entre empresa (acionista + gestor) e credores, quando os acionistas incorrem em maiores riscos na tomada de crédito, visando melhores retornos (SAITO; SILVEIRA, 2008).

A identificação da estrutura de propriedade das firmas passa por dois quesitos: i) como se dá a dispersão da propriedade da firma (concentrada ou pulverizada), e ii) quem é o proprietário majoritário (DELICI; BEUREN, 2012). Acerca da dispersão da propriedade, Pedersen e Thomsen (1997) indicam três perfis possíveis: i) propriedade dispersa caracterizada quando o maior acionista não ultrapassa 20% do direito de controle, ii) propriedade dominante, quando o maior acionista detém entre 20% e 50% do controle, e iii)

propriedade concentrada, quando o maior acionista detém acima de 50% das ações que conferem o controle da firma. Mediante o nível de concentração de propriedade a literatura acerca da temática destaca três possíveis efeitos oriundos da estrutura de propriedade:

- i. o efeito da expropriação: o qual ocorre quando, em uma estrutura de propriedade concentrada, o acionista majoritário se beneficia do seu poder de influência em detrimento da riqueza dos acionistas minoritários (BOZEC; BOZEC, 2007; LA PORTA *et al.*, 2000).
- ii. o efeito da substituição: o qual ocorre quando o exercício do monitoramento da gestão, a priori exercido pelo Conselho de Administração (IBGC 2018), passa a ser exercido ou submete-se a pressões do acionista controlador (CAIXE; KRAUTER, 2013).
- iii. o efeito do alinhamento: quando o acionista controlador substitui as atribuições do conselho de administração no monitoramento da gestão de força eficaz, ou seja, não há aumento do desalinhamento, e sim um alinhamento entre gestão e controle (CAIXE; KRAUTER, 2013).
- iv. o efeito do entrincheiramento: refere-se ao efeito resultante do acionista controlador entrincheirado pelos seus direitos de voto, em uma posição protegida e com acesso à informação privilegiada quando em comparação aos acionistas minoritários (COELHO; HOLANDA; MOURA, 2017; PRAZERES, 2018).

A Governança Corporativa pode ser vista como um sistema que permeia toda a corporação, dirigindo-a e controlando-a, em prol da proteção dos direitos dos acionistas, redução de conflitos, redução de riscos e do custo de capital, melhoria da performance da empresa, alocação eficiente de recursos, manutenção e geração de valor à empresa. O sistema de Governança Corporativa envolve desde acionistas, executivos, credores e fornecedores, conferindo transparência, responsabilidade corporativa, equidade, e prestação de contas sobre as atividades da empresa (IBGC, 2018; OCDE, 2021; PALHARES *et al.*, 2019; SANTOS *et al.* 2020; SHLEIFER; VISHNY, 1997; ZUCHRUF *et al.*, 2019).

## **2.5 A governança corporativa e a estrutura de capital**

A Governança Corporativa interfere na captação de recursos externos pela empresa sob o argumento de ser capaz de conferir a esta maior respaldo (confiabilidade, credibilidade) em função da implantação de práticas de Governança Corporativa se converter em um “*status*” de garantia da empresa para com seus credores. Esse *status* sinaliza aos credores que há um alinhamento entre a gestão e a estratégia dos proprietários, além da definição e da sinergia dos papéis e funções de cada um desses atores do ambiente corporativo (CICOGNA; TONETO JUNIOR; VALLE, 2007; EL-HABASHY, 2018). Apesar de resultados ainda inconclusivos (FONSECA; SILVEIRA; HIRATUKA, 2016; PINHEIRO *et al.*, 2017) há documentação de resultados no sentido de que um conjunto de boas práticas de Governança Corporativa é capaz de contribuir para o incremento do endividamento da empresa, significando que o sistema de governança mais aprimorado é capaz de facilitar o acesso ao financiamento externo (CICOGNA, TONETO JUNIOR; VALLE, 2007; FONSECA, SILVEIRA; HIRATUKA; 2016; MAPURUNGA; PONTE; OLIVEIRA, 2015; PEIZHI; RAMZAN, 2020; PINHEIRO *et al.*, 2017). Os resultados indicativos de que, de fato, um sistema de Governança Corporativa bem estruturado confere à empresa mais credibilidade e confiança junto aos credores e mais fácil acesso ao financiamento externo, aliado ao fato de que a empresa brasileira tem dado sinais de um esforço no sentido de aprimorar suas práticas de governança (CRISÓSTOMO; GIRÃO, 2019) motiva a proposição da hipótese de que um sistema de Governança Corporativa bem estruturado, como preconizado teoricamente, é capaz de atenuar conflitos de agência, reduzir assimetria informativa entre empresa e mercado, e assim melhorar a imagem da empresa perante investidores externos.

*Hipótese 1: A adoção de práticas de Governança Corporativa favorece o endividamento da empresa.*

## **2.6 A concentração de propriedade e a estrutura de capital**

A estrutura de propriedade tem sido apontada como possível fator influenciador da estrutura de capital, tendo em conta alguns de seus aspectos. Por exemplo, a pesquisa de Yaseen e Al-Amarneh (2013) demonstrou haver uma relação positiva entre a existência de acionistas controladores, formado por blocos de acionistas minoritários, e o endividamento de curto prazo. Abobakr e Elgiziry (2016), observam que empresas cujo controle é exercido por meio de *blockholders* têm maior propensão à captação de recursos em curto prazo que a longo prazo.

A concentração de propriedade é importante aspecto da estrutura de propriedade que tem sido documentada como capaz de interferir em políticas da empresa, incluindo-se aí as políticas de investimento e financiamento (Crisóstomo, López-Iturriaga e Vallelado (2014); CRISÓSTOMO e PINHEIRO, 2015) Konraht, Consoni e Fonseca (2020). Pesquisas foram desenvolvidas visando capturar o efeito não linear da concentração de propriedade sobre a estrutura de capital ou endividamento. A relação quadrática, diferente da linear, apresenta um ponto de inflexão no qual tem-se a alteração do tipo de influência, conferindo assim um formato gráfico em U entre as variáveis estudadas. Tais pesquisas foram direcionadas a capturar a presença do efeito substituição e/ou alinhamento assim como a presença do efeito entrincheiramento a partir de um determinado nível de concentração de propriedade (CAIXE; KRAUTER, 2013; LIU; TIANG; WANG, 2011).

Konraht, Consoni e Fonseca (2020), argumentam que no Brasil os credores apresentam uma maior aversão à mudança do controle que aos conflitos de agência, pois devido a dependência do uso da dívida com terceiros os acionistas controladores mostram-se preocupados com o monitoramento, a fim de ter respaldo junto aos credores e garantir que haja a observância e o cumprimento de cláusulas contratuais (BYUN *et al.*, 2013). Konraht, Consoni e Fonseca (2020) sinalizam que no Brasil, os credores podem ter maior aversão à alta concentração de propriedade, pois a política de financiamento da empresa pode sofrer a influência do poder do acionista controlador para obtenção de vantagens pessoais em detrimento dos demais *stakeholders*, dentre os quais estão os credores.

Liu, Tiang e Wang (2011) reportaram que a concentração de propriedade estatal e o endividamento de longo prazo apresentaram uma relação quadrática (curva em formato de U) em regiões bem desenvolvidas, e em formato de U invertido em regiões pouco desenvolvidas. Já a relação da concentração de propriedade privada com o endividamento de curto prazo em regiões desenvolvidas apresentou uma relação quadrática de U invertido, ao passo que para com o endividamento de longo prazo na mesma região a relação apresenta um formato de U.

Sobre a relação entre concentração de propriedade e endividamento, o argumento é que a concentração de propriedade transmite sinal positivo ao mercado por ser capaz de facilitar o alinhamento de interesses entre gestão e acionistas (efeito alinhamento). Por outro lado, o sinal pode ser negativo se houver exacerbação dos conflitos de interesses entre acionistas controladores e minoritários o que ocorre em elevado nível de concentração e que pode ser prejudicial à captação de dívida pela empresa por ensejar receita de expropriação também nos credores (efeito expropriação) e quando o quando o acionista controlador protege-se para evitar ameaça ao seu poder de controle (efeito entrincheiramento) (CRISÓSTOMO; PINHEIRO, 2015; KONRAHT; CONSONI; FONSECA, 2020; PRAZERES, 2018). A elevada concentração de propriedade existente no Brasil, com forte presença de acionistas controladores (CRISÓSTOMO; BRANDÃO, 2019; CRISÓSTOMO; BRANDÃO; LÓPEZ-ITURRIAGA, 2020) motiva o aprofundamento da pesquisa sobre seu efeito na estrutura de

capital da empresa sugerindo que há uma relação quadrática no formato U invertido, ou seja, o efeito alinhamento é capaz de melhorar o endividamento da empresa até um determinado nível de concentração de propriedade quando, a partir de então, os efeitos expropriação e entrenchamento geram sensibilidade negativa no mercado de crédito.

**Hipótese 2:** A concentração de propriedade da empresa brasileira tem relação quadrática, em formato de U invertido, com o endividamento.

### 3 METODOLOGIA

Pesquisa explicativa descritiva com abordagem quantitativa com uso de modelos econométricos, e uso de análise bibliográfica e documental. Os dados são secundários extraídos do Economática® e dos Formulários de Referência disponibilizados no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

O critério de seleção da amostra foi o índice de liquidez das suas ações negociadas em bolsa. O limite de corte foi de no mínimo 0,1, ou seja, 10% de liquidez das ações para todos os anos do período, tendo-se assim uma amostra de empresas com mais presença no mercado que é um critério relevante para avaliar-se a relação destas com o mercado. A amostra é de 148 empresas, ou seja, 31,02% da população até fevereiro de 2022 (B3, 2022). O período de dados coletados refere-se aos anos de 2010 a 2019 (dez anos). Os anos de 2020 e 2021 não foram incluídos nesta pesquisa por se tratar de anos muito atípicos economicamente devido a pandemia sanitária mundial da COVID-19, os quais merecem atenção especial, e caso fossem adicionados poderiam enviesar os resultados.

A metodologia empregada na composição dos itens do passivo das empresas que irão compor o endividamento oneroso (estrutura de capital) é a mesma aplicada por Pinheiro *et al.* (2017), o qual obteve o endividamento oneroso (financiamentos, empréstimos, arrendamentos, debêntures) mediante a soma dos valores relativos a empréstimos, financiamentos (privados e públicos). O modelo econométrico proposto encontra-se representado pela equação 1:

$$Y_{i,t} = \alpha + \beta_1 IGC_{i,t} + \beta_2 ConProp + \beta_3 ConProp^2 + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 Tang_{i,t} + \beta_6 Tam_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

A variável dependente (Y) é o endividamento, sendo estimados modelos específicos para  $EndTOTAL_{i,t}$ , (Dívida onerosa total/ativo total),  $EndLP_{i,t}$ , (Dívida onerosa de longo prazo/ativo total) e  $EndCP_{i,t}$ , (Dívida onerosa de curto prazo/ativo total).

O termo IGC refere-se ao Índice de Governança Corporativa, o qual segue o *framework* da pesquisa de Brandão e Crisóstomo (2015). Esse índice foi escolhido por sua robustez e amplitude das práticas de Governança Corporativa que o compõe, englobando 28 práticas de Governança Corporativa referentes à(ao): i) Direitos das ações e Circulação de ações (p1 a p4); ii) Assembleia Geral Ordinária (p5); iii) Estrutura do Conselho de Administração (p6 a p10); iv) Composição do conselho de administração (p11 a p16); v) Diretoria executiva (p17 a p21); vi) Fiscalização e controle (p22 a p 25); e vii) Transparência (p26 a p28). O valor de cada prática varia de 0 (zero) a 1 (um), calculadas ano-a-ano, sendo essa soma relativizada pelo número de práticas, de modo que o valor do IGC varia de 0 (zero) a 1 (um). O Quadro 1 apresenta as práticas que compõem o IGC e as respectivas pontuações e formas de cálculo.

**Quadro 1 – Práticas de Governança Corporativa que compõem o IGC.**

| Nº | Operacionalização  |
|----|--|
| p1 | Ações ordinárias ÷ total de ações  |
| p2 | Empresas apenas com ações ordinárias: pleno (1,0); restrito (0,5); sem direito (0,0)<br>Empresas com ações ordinárias e preferenciais: média da pontuação de cada classe de ações. |

|     |  |
|-----|--|
| p3  | Empresas apenas com ações ordinárias: <i>tag along</i> de ações ordinárias<br>Empresas com ações ordinárias e preferenciais: média de <i>tag along</i> de cada classe de ações |
| p4  | Ações em circulação ÷ total de ações   |
| p5  | Mecanismos que possibilitem a inclusão de propostas de acionistas na pauta do dia: Sim (0,25) Não (0,00)   |
|     | Transmissão eletrônica da assembleia geral ordinária: Sim (0,25); Não (0,00)   |
|     | Prazo mínimo de convocação para a assembleia geral ordinária de 30 dias: Sim (0,25); Não (0,00)  |
|     | Disponibilização de meios de comunicação entre empresa e acionistas sobre as pautas da assembleia geral ordinária via internet: Sim (0,25); Não (0,00)                         |
| p6  | Prazo de mandato do conselho de administração (CA) até 2 anos (1,00); Mais de 2 anos (0,00)  |
| p7  | O CA não percebe parte da remuneração atrelada a objetivos de curto prazo: Sim (1,00); Não (0,00)  |
| p8  | Presença de comitê de auditoria e/ou remuneração e /ou governança e/ou similar: Sim (1,00); Não (0,00)   |
| p9  | Existe mecanismos formais de avaliação do CA e/ou seus membros Sim (1,00) Não (0,00)   |
| p10 | Se o CA é composto por 5 a 11 membros efetivos: Sim (1,00) Não (0,00)  |
| p11 | Nº de conselheiros externos ÷ total de conselheiros do CA  |
| p12 | Nº de conselheiros independentes do CA ÷ total de conselheiros do CA   |
| p13 | Segregação das funções de presidente do CA e diretor-presidente Sim (1); não (0)   |
| p14 | Nº de conselheiros minoritários no CA ÷ total de conselheiros do CA  |
| p15 | Nº de mulheres no CA ÷/ total de conselheiros do CA  |
| p16 | O membro do CA não tem membros suplentes: Sim (1); não (0)   |
| p17 | Prazo de mandato da diretoria executiva: Até 2 anos (1,00); Mais de 2 anos (0,00)  |
| p18 | A diretoria executiva percebe parte da remuneração atrelada aos resultados da empresa: Sim (1); Não (0)  |
| p19 | A diretoria executiva percebe parte da remuneração baseada em ações: Sim (1); Não (0)  |
| p20 | Existe mecanismos formais de avaliação da diretoria executiva e/ou seus membros: Sim (1); Não (0)  |
| p21 | Nº de mulheres na diretoria ÷ total de diretores executivos  |
| p22 | O conselho fiscal está instalado: Sim (1); Não (0)   |
| p23 | Nº de membros minoritários do conselho fiscal ÷ total de conselheiros do conselho fiscal   |
| p24 | Comitê de auditoria instalado: Sim (1); Não (0)  |
| p25 | Nº de membros independentes ÷ total de membros no comitê de auditoria  |
| p26 | A empresa tem e divulga código de conduta: Sim (0,20); Não (0,00)  |
|     | A empresa divulga os fatores relevantes: Sim (0,20); Não (0,00)  |
|     | A empresa divulga as informações sobre as partes relacionadas: Sim (0,20); Não (0,00)  |
|     | A empresa tem e divulga política de negociação de ações: Sim (0,20); Não (0,00)  |
|     | A empresa tem e divulga política de gerenciamento de riscos: Sim (0,20); Não (0,00)  |
| p27 | A empresa divulga em seu <i>site</i> relatório de sustentabilidade ou similar: Sim (0,50); Não (0,00)  |
|     | A empresa divulga indicadores de desempenho não contábeis: Sim (0,25); Não (0,00)  |
|     | A empresa divulga projeções acerca do seu desempenho futuro: Sim (0,25); Não (0,00)  |
| p28 | Estatuto da empresa possui cláusula compromissória para a resolução dos conflitos entre acionistas e entre estes e o emissor por meio de arbitragem: Sim (1,00); Não (0,00)    |

Fonte: Elaborado pelos autores (2022), adaptado de Brandão e Crisóstomo (2015).

Na equação (1),  $ConProp$  e  $ConProp^2$  são a concentração de propriedade e seu valor ao quadrado.  $ConProp$  é usada para proporção de ações com direito a voto. Estima-se um modelo específico para concentração de propriedade em posse do maior acionista ( $ConProp1$ ), dos dois maiores ( $ConProp2$ ), dos três maiores ( $ConProp3$ ), dos quatro maiores ( $ConProp4$ ) e dos cinco principais acionistas ( $ConProp5$ ). Além do IGC e das variáveis referentes à concentração de propriedade os modelos contemplam ainda três variáveis de controle: Retorno Sobre os Ativos obtido mediante cálculo do ROA (lucro líquido/ativo total); tangibilidade dos ativos ( $Tang$ ) mediante a obtenção do Índice de tangibilidade dos ativos da empresa (ativos fixos/ativo total); e tamanho da empresa ( $Tam$ ) com base no logaritmo natural do total de ativos da empresa.

Antevendo a existência de problemas de heterocedasticidade decorrentes da não constância da variância dos resíduos, e de autocorrelação esta pesquisa empregou o método

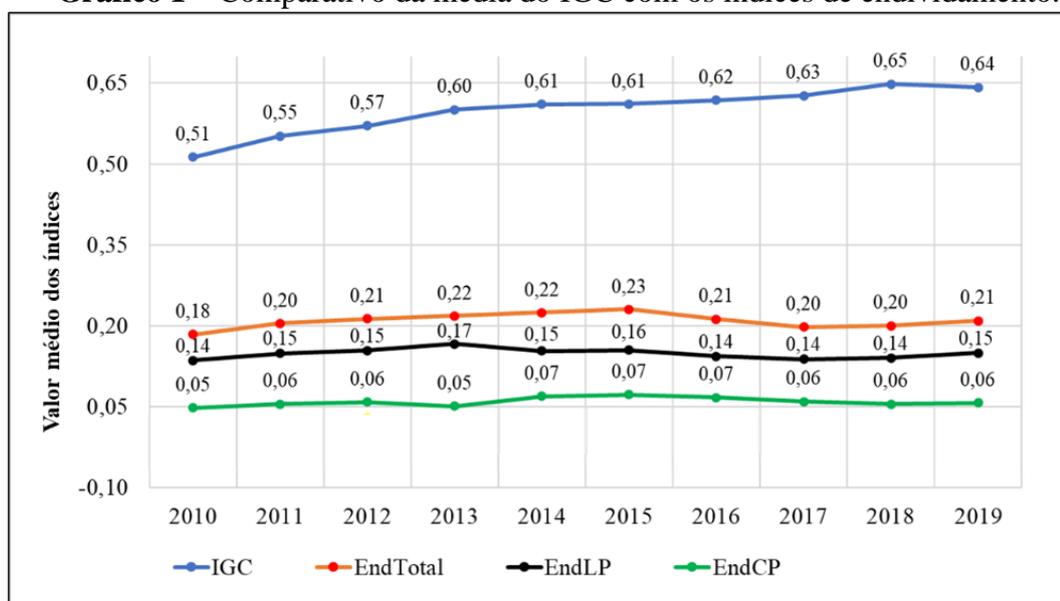
*Feasible Generalized Least Squares* (FGLS) para dados em painel como mecanismo de ajuste dos estimadores beta (FÁVERO; BELFIORE, 2015).

O FGLS permite que sejam gerados resultados confiáveis mesmo na presença de autocorrelação e heterocedasticidade, produzindo duas importantes características: a correlação autorregressiva transversal existente pode ser modulada, e entre os painéis a correlação existente é única. Um dos aspectos difíceis ao se trabalhar com dados em painel é que cada painel pode apresentar uma variância diferente, gerando assim a heterocedasticidade, sendo o método FGLS capaz de contornar tal dificuldade (BECK; KATZ, 1995).

#### 4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

O Gráfico 1 apresenta a evolução percentual do nível de qualidade da governança corporativa e de endividamento. Observa-se uma evolução interessante no padrão de governança corporativa, o qual foi da ordem de 0,13 pontos percentuais. Por outro lado, não parece haver mesmo nível de evolução no endividamento tendo este apresentado estabilidade.

**Gráfico 1** – Comparativo da média do IGC com os índices de endividamento.



Fonte: Elaborado pelos autores (2022).

A concentração de propriedade apresentou tendência de redução ao longo do período, o que pode indicar o amadurecimento do mercado acionário brasileiro, com a entrada de novos investidores, com vistas a se aproximar das características de mercados consolidados (Tabela 1).

**Tabela 1** – Evolução da concentração de propriedade no período.

| ConProp1  | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | Período |
|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|---------|
| $\bar{x}$ | 0,44 | 0,43 | 0,41 | 0,41 | 0,41 | 0,43 | 0,43 | 0,42 | 0,41 | 0,39 | 0,42    |
| S         | 0,23 | 0,22 | 0,22 | 0,22 | 0,23 | 0,23 | 0,24 | 0,24 | 0,23 | 0,24 | 0,23    |
| CV        | 0,53 | 0,52 | 0,53 | 0,55 | 0,56 | 0,55 | 0,56 | 0,57 | 0,57 | 0,61 | 0,55    |
| ConProp5  | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | Período |
| $\bar{x}$ | 0,65 | 0,67 | 0,64 | 0,65 | 0,66 | 0,67 | 0,67 | 0,64 | 0,64 | 0,59 | 0,65    |
| Mediana   | 0,67 | 0,67 | 0,67 | 0,67 | 0,68 | 0,68 | 0,68 | 0,64 | 0,64 | 0,60 | 0,67    |
| S         | 0,21 | 0,19 | 0,21 | 0,20 | 0,20 | 0,19 | 0,21 | 0,21 | 0,21 | 0,23 | 0,21    |
| CV        | 0,33 | 0,29 | 0,32 | 0,30 | 0,31 | 0,28 | 0,31 | 0,32 | 0,33 | 0,39 | 0,32    |

Fonte: Elaborada pelos autores (2022).

De forma similar ao observado no Gráfico 1, observa-se na Tabela 2 que os níveis de endividamento também se apresentam em tendência estável à medida que se dispersa a propriedade, entretanto há de se destacar que na tabela 3 identifica-se o(s) acionista(s) controladores, ao passo que a tabela 2 os primeiros e o quinto maior acionista, o que não necessariamente implica que todos os 5 maiores acionistas exerçam o controle. Isto posto, percebe-se dentre os acionistas que exercem o controle a estrutura de propriedade é do tipo concentrada segundo o critério de Pedersen e Thomsen (1997), ou seja, acima de 50%. Além disso, a concentração de propriedade entre os acionistas que exercem o controle é quase o dobro dos 25% + 1 voto estabelecidos na Lei 10.303 de 2001, em seu art. 15, §º2, necessários para o exercício do controle.

**Tabela 2** – Paralelo entre os dados da estrutura de capital e estrutura de propriedade.

|   | Com 1 único acionista controlador (A) | Com 2 acionistas controladores (B) | Com 3 acionistas controladores (C) | Com 4 acionistas controladores (D) | Com 5 acionistas controladores (E) | Com + de 5 acionistas controladores (F) |
|---|---------------------------------------|------------------------------------|------------------------------------|------------------------------------|------------------------------------|---|
| Nº de observações                                     | 563                                   | 245                                | 154                                | 73                                 | 53                                 | 320                                     |
| $\bar{x}$ de ações do(s) acionista(s) controlador(es) | 0,65                                  | 0,59                               | 0,55                               | 0,54                               | 0,52                               | -                                       |
| $\bar{x}$ do EndTOTAL                                 | 0,21                                  | 0,21                               | 0,18                               | 0,24                               | 0,21                               | 0,21                                    |
| $\bar{x}$ do EndLP                                    | 0,15                                  | 0,14                               | 0,12                               | 0,17                               | 0,14                               | 0,15                                    |
| $\bar{x}$ do EndCP                                    | 0,06                                  | 0,06                               | 0,06                               | 0,07                               | 0,08                               | 0,06                                    |

Fonte: Elaborada pelos autores (2022).

Nota: A+B+C+D+E+F = 1.408 observações.

Os resultados das estimações dos modelos estão na Tabela 3. Destaque-se os dados que levaram aos resultados constantes na Tabela 3 foram testadas pré e pós estimação, mediante teste dos fatores de inflação da variância, teste de Breusch-Godfrey LM, teste de Wooldridge, teste de Wald, teste de White e teste Breusch-Pagan/Cook-Weisberg. Para a checagem da relação quadrática entre a concentração de propriedade e o endividamento empregou-se o comando *utest* no Stata15®, cuja hipótese nula é de relação não monotônica em U invertido e a hipótese alternativa é de relação em U invertido (LIND; MEHLUM, 2010). O emprego de tais métodos permite a geração de resultados confiáveis mediante a presença de homoscedasticidade, e sem autocorrelação (FÁVERO; BELFIORE, 2015).

Os valores médios em todas as estimações FGLS do teste dos fatores de inflação da variância (VIF) foram de no mínimo 2,72 e no máximo 3,63, indicando que não há problemas de multicolinearidade entre os preditores. Posteriormente procedeu-se ao teste dos modelos sobre a existência de autocorrelação por meio do teste de Breusch-Godfrey LM (BG/LM), o qual apresentou resultado de *p-value* de 0,00 não sendo possível rejeitar a hipótese nula de inexistência de autocorrelação.

Maioria dos testes de Wooldridge, White e BC/CW rejeitaram a hipótese nula (*p-value*<0,000), indicando autocorrelação entre dos preditores, e heterocedasticidade (variância dos resíduos é diferente de zero). Mediante esses resultados, o emprego do método GLS para ajuste dos coeficientes se mostrou eficaz para a resolução do problema de autocorrelação e heterocedasticidade nos modelos longitudinais, gerando resultados ajustados e confiáveis.

**Tabela 4 – Resultados das estimações.**

|                             | Método GLS <sup>A</sup> |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |
|-----------------------------|-------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|                             | EndTOTAL                |           |           |           |           | EndLP     |           |           |           |           |           |
| <b>IGC</b>                  | -0,022                  | -0,075    | -0,072    | -0,063    | -0,049    | -0,066*   | -0,079**  | -0,080**  | -0,075*   | -0,066    | 0,002     |
| <b>ConProp1</b>             | -0,022                  |           |           |           |           | 0,001     |           |           |           |           | -0,018    |
| <b>ConProp1<sup>2</sup></b> | -0,006                  |           |           |           |           | -0,027    |           |           |           |           | 0,017     |
| <b>ConProp2</b>             |                         | 0,166**   |           |           |           |           | 0,125*    |           |           |           |           |
| <b>ConProp2<sup>2</sup></b> |                         | -0,187*** |           |           |           |           | -0,146**  |           |           |           |           |
| <b>ConProp3</b>             |                         |           | 0,202**   |           |           |           |           | 0,140*    |           |           |           |
| <b>ConProp3<sup>2</sup></b> |                         |           | -0,199*** |           |           |           |           | -0,148**  |           |           |           |
| <b>ConProp4</b>             |                         |           |           | 0,217**   |           |           |           |           | 0,149*    |           |           |
| <b>ConProp4<sup>2</sup></b> |                         |           |           | -0,197**  |           |           |           |           | -0,148**  |           |           |
| <b>ConProp5</b>             |                         |           |           |           | 0,214**   |           |           |           |           | 0,143*    |           |
| <b>ConProp5<sup>2</sup></b> |                         |           |           |           | -0,181**  |           |           |           |           | -0,133**  |           |
| <b>ROA</b>                  | -0,150***               | -0,153*** | -0,149*** | -0,148*** | -0,147*** | -0,074**  | -0,076**  | -0,073**  | -0,072**  | -0,072**  | -0,071*** |
| <b>Tang</b>                 | 0,296***                | 0,307***  | 0,304***  | 0,302***  | 0,300***  | 0,247***  | 0,255***  | 0,252***  | 0,251***  | 0,249***  | 0,049***  |
| <b>Tam</b>                  | 0,011***                | 0,0115*** | 0,011***  | 0,011***  | 0,011***  | 0,022***  | 0,022***  | 0,022***  | 0,022***  | 0,022***  | -0,009*** |
| <b>A</b>                    | 0,034                   | -0,008    | -0,028    | -0,043    | -0,053    | -0,204*** | -0,231*** | -0,239*** | -0,247*** | -0,252*** | 0,214***  |

<sup>A</sup>: Todas as estimações foram controladas com dummy de ano e dummy de setor de atividade econômica.

|                    |        |        |        |        |        |       |        |        |        |        |       |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|
| Obs.               | 1.387  | 1.387  | 1.387  | 1.387  | 1.387  | 1.387 | 1.387  | 1.387  | 1.387  | 1.387  | 1.387 |
| Prob > chi2        | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00  | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00  |
| Wald chi2          | 382,70 | 393,10 | 391,40 | 389,10 | 386,60 | 407,8 | 417,8  | 416    | 414    | 411    | 225,4 |
| LL                 | 665,10 | 669,10 | 668,50 | 667,60 | 666,60 | 937,2 | 941,1  | 940,4  | 939,6  | 938,5  | 1808  |
| Utest              | N/A    | 2,09** | 2,27** | 2,26** | 2,14** | 0,02  | 1,91** | 1,91** | 1,90** | 1,75** | 0,49  |
| Formato            |        | ∩      | ∩      | ∩      | ∩      | U     | ∩      | ∩      | ∩      | ∩      | U     |
| Ponto Extremo      |        | 0,44   | 0,51   | 0,55   | 0,59   | 0,01  | 0,42   | 0,47   | 0,50   | 0,53   | 0,53  |
| Inclinação (menor) |        | 0,16   | 0,20   | 0,21   | 0,21   | 0,00  | 0,12   | 0,14   | 0,15   | 0,14   | -0,01 |
| Inclinação (maior) |        | -0,21  | -0,19  | -0,17  | -0,15  | -0,05 | -0,16  | -0,15  | -0,14  | -0,12  | 0,01  |

Fonte: elaborada pelos autores (2022).

Nota: \*: significativa a 10%; \*\* significativa a 5%; \*\*\* significativa a 1%. Utest: H0: curva em formato de U ( $p$ -value > 0,05); H1: 0,05). Ponto Extremo: é o valor da variável X que leva ao ponto máximo da variável Y. N/A: houve falha na aplicação do teste par

Com base na Tabela 4, observa-se resultados contrários ao esperado, a governança corporativa da empresa brasileira (IGC) não é capaz de melhorar a sua capacidade de endividamento, chegando até a ter um efeito negativo sobre o endividamento de longo prazo (EndLP). O efeito negativo da Governança Corporativa sobre o endividamento também foi identificado por Nascimento *et al.* (2018). Esta situação pode dever-se ao efeito disciplinador da Governança Corporativa sobre a gestão, que consiste na redução do fluxo de caixa livre à disposição da gestão através, por exemplo, de uma maior distribuição de dividendos aos acionistas, ou estar sendo empregado para maximizar oportunidades de crescimento da empresa. Desta forma, a contratação de dívida com terceiros reduza para o financiamento da parcela residual do investimento não coberto pelo fluxo de caixa livre.

Sob a lente do sistema de Governança Corporativa como sistema para a proteção dos direitos dos acionistas, em que a salvaguarda desses direitos é um dos objetivos desse sistema, a relação negativa pode ser justificada pelo eficiente desempenho do sistema de Governança Corporativa para a salvaguarda dos direitos dos acionistas, promovendo a redução dos efeitos danosos da existência do conflito do tipo principal-principal característico no Brasil (BRANDÃO; CRISÓSTOMO, 2015), ou seja, a Governança Corporativa atuando eficientemente para evitar contextos que favoreçam a expropriação da riqueza dos acionistas minoritários. Assim, a Governança Corporativa no Brasil pode estar a serviço principalmente dos interesses dos acionistas minoritários e dos demais *stakeholders*, e que mesmo, sendo o Brasil predominantemente marcado pela figura do acionista controlador, não esteja ocorrendo o efeito substituição e sim, o efeito alinhamento no qual, mesmo com a presença de alta concentração de propriedade o sistema de monitoramento está sendo exercido sob a forte influência do acionista controlador (JIRAPORN; GLEASON, 2007; NASCIMENTO *et al.*, 2018).

Observa-se que a relação da concentração de propriedade com o endividamento apresenta um comportamento consolidado e predominante da existência de relação em formato de U invertido do maior nível de concentração de propriedade com o EndTOTAL e EndLP. Ou seja, a partir do segundo nível de concentração de propriedade, isto é, a soma das ações com direito a voto em posse do primeiro e segundo maiores acionistas há a presença dessa relação mista, iniciada com o aumento do endividamento e posterior inversão, ou seja, redução do endividamento. Esse achado sinaliza até um determinado nível de concentração de propriedade há a atuação do acionista controlador no exercício do monitoramento que resultando no alinhamento de interesses entre propriedade e gestão da empresa favorecendo a imagem da empresa junto ao mercado e sua capacidade de crédito. Ultrapassado determinado nível de concentração de propriedade, começa a destacar-se o efeito do entrincheiramento com conseqüente efeito de expropriação, o que sinaliza negativamente ao mercado e pode prejudicar a capacidade de endividamento da empresa (CAIXE; KRAUTER, 2013).

Por outra perspectiva, o surgimento de mais acionistas *blockholders* não controladores, que está associado a uma certa desconcentração de propriedade, suscita a contestação do poder excessivo de um *blockholder* controlador, devido à disputa pelo controle entre os acionistas majoritários e minoritários, caracterizando o conflito principal-principal predominante no contexto brasileiro (CRISÓSTOMO; BRANDÃO, 2015; KONJIN; KRÄUSSL; LUCAS, 2011). O ativismo dos acionistas minoritários pode ocasionar a redução dos efeitos do entrincheiramento e da expropriação, pois à medida que a concentração de propriedade fica dividida em um maior número de acionistas controladores, incentiva-se o monitoramento, e a ocorrência do efeito alinhamento, ou invés do efeito de substituição (CAIXE; KRAUTER, 2013).

Pelo aspecto da manutenção do poder de controle, pode-se entender que a relação de aumento da concentração de propriedade com concomitante aumento do nível de endividamento seja resultante do comportamento entrincheirado do acionista controlador, a

fim de manter sua posição de poder e controle, evitando captar recursos mediante a emissão de ações, o que faria com que seu poder fosse diluído à medida que novos acionistas são inseridos na estrutura de propriedade da empresa (CRISÓSTOMO; PINHEIRO; NAKAMURA, 2020). Esse comportamento de redução do efeito de entrenchamento pode ser observado à medida que um novo acionista controlador é inserido, gerando uma tendência à diluição de poder dentro do núcleo de controle, o que é observado pela acentuação dos valores dos coeficientes beta para as variáveis de concentração de propriedade, sendo esses valores maiores para um maior número de acionistas controladores do que para o controle exercido por até dois acionistas (KONJIN; KRÄUSSL; LUCAS., 2011).

No que tange aos resultados expressos na Tabela 4 referentes a variável de controle representativa do tamanho da empresa (Tam), observou-se uma relação diversa da esperada, conforme a teoria *Pecking Order* para com o EndCP, ou seja, relação negativa. Esse resultado se alinha ao resultado de Pinheiro *et al.* (2017), e pode ser um indicativo de que quanto maior a empresa menos voláteis são seus resultados, as quais priorizam o uso de fluxo de caixas livres gerado ou a emissão de ações no lugar de captação de dívida perante instituições financeiras. Além disso, empresas de maior porte podem deter melhor capacidade de absorver e transpor adversidades sem a necessidade de aumento do endividamento de curto prazo.

Por sua vez, Nascimento *et al.* (2018) aponta que sendo no Brasil um ambiente de alta concentração de propriedade baixo *enforcement* dos credores e acionistas minoritários, o sistema de Governança Corporativa fica enfraquecido de forma que o monitoramento seja exercido pelos credores, além de favorecer a um ambiente de maior aversão ao endividamento face à elevação dos riscos de inadimplência, e um cenário de disputadas judiciais morosas e custosas para resolução de contratos não honrados.

## 5 CONCLUSÕES

Esta pesquisa teve êxito em responder a questão problema proposta, assim como alcançou o objetivo geral proposto de investigar a influência da adoção de práticas de Governança Corporativa e do nível de concentração de propriedade sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras. Refuta-se a hipótese de pesquisa 1, e não se pode refutar a hipótese de pesquisa 2.

Como contribuições evidenciou-se que a maior adoção de práticas de Governança Corporativa não influencia a elevação do endividamento. Confirmou-se a aderência a Teoria *Pecking Order* na qual as empresas brasileiras com melhores resultados têm menor endividamento, indicando que podem estar consumindo fluxo de caixa livre para realização de investimentos. A junção desses dois achados sugere que o uso disciplinador da Governança Corporativa sobre a gestão não está ocorrendo via elevação do endividamento, o qual restringiria o acesso do gestor ao fluxo de caixa livre, pois parte desse fluxo fica destinado a quitação de parcelas da dívida contratada. Sendo este um indicativo de que o fluxo de caixa livre está sendo direcionado para realização de projetos de investimentos e não para o pagamento de parcelas de dívidas contratadas. Além disso, as práticas de GC em ambiente de alta concentração de propriedade, o qual foi confirmado na pesquisa, apesar da tendência de redução desse cenário, podem estar mais a serviço da proteção dos direitos e riqueza dos acionistas minoritários e demais *stakeholders*, sendo essa proteção obtida com a mitigação do efeito do conflito principal-principal, do efeito da expropriação, o que por sua vez pode justificar a redução do endividamento e do risco de falência e inadimplência que tanto os minoritários como os demais *stakeholders* ficariam mais expostos.

Os achados indicam que no Brasil há o uso do efeito disciplinador sobre a gestão mediante o consumo de fluxo de caixa livre para a realização de investimentos, o que se apresentou como justificativa para a relação negativa entre maior adoção de práticas de

Governança Corporativa e o endividamento. Ou seja, a atuação do sistema de Governança Corporativa alinhado com as premissas da Teoria *Pecking Order* em prol da redução do nível de endividamento, e da mitigação do conflito acionista-gestor.

Isto posto, confirmou-se o contexto de alta concentração de propriedade nas empresas brasileiras. Também pode-se concluir os efeitos da alta concentração de propriedade repercutem no comportamento do acionista controlador, com vistas a não perder sua posição de poder, a qual pode ser capturada pela mudança do sinal da relação entre concentração de propriedade e estrutura de capital, na qual expôs-se uma alternância dos efeitos de substituição e efeito alinhamento, ou seja, confirmou-se que essa relação é mista, ou quadrática e altera-se à medida que o nível de concentração de propriedade se acentua, sendo o efeito substituição favorável ao maior endividamento, e o efeito alinhamento favorável ou menor endividamento, pois devido à alta concentração de propriedade o efeito expropriação resultaria no acionista controlador expropriando a si próprio. Dessa forma, alinhar os interesses se torna mais vantajoso que elevar o nível de endividamento.

Esse fato pode sugerir a busca por um ponto ótimo, ou faixa ótima de concentração de propriedade, de forma similar ao ponto ótimo de endividamento proposto pela Teoria *Trade Off*. Nesse sentido, a identificação desse ponto/faixa ótima poderá ser empregue como um mecanismo de Governança Corporativa. Dessa forma, as empresas teriam um marco orientador a perseguir, o ponto ótimo de concentração de propriedade, o qual melhor equalizaria os efeitos dos conflitos de agência existentes assim como os efeitos danosos da alta concentração de propriedade. De acordo com os resultados, os valores mínimos e máximos do ponto de alternância entre os efeitos da concentração de propriedade foram de 0,42 e 0,59 respectivamente, e que podem ser o início para investigar e identificar um ponto/faixa ótima de concentração de propriedade no contexto brasileiro.

Além disso, este trabalho reforça os achados progressos na literatura de que no contexto brasileiro há uma aderência às premissas da Teoria *Pecking Order*, nas quais o uso de capital próprio é priorizado quando em comparação ao capital de terceiros. Também se evidenciou que, no Brasil, há uma aderência mista das empresas à Teoria *Pecking Order*, e a Teoria *Trade-Off*, sendo este um achado favorável a completude dessas teorias, e desfavorável a prerrogativa de que estas teorias são opostas.

As limitações deste trabalho encontram-se no tamanho da amostra, e na operacionalização dos dados que compõem o IGC, tornando a estruturação dos dados referentes as práticas de governança corporativa de difícil operacionalização. Outro fator limitante é o quantitativo de práticas de governança corporativa que compõem o IGC, as quais representam em torno de apenas 10% do rol de práticas sugeridas pelo IBGC.

Sugere-se que pesquisas futuras possam aumentar o leque de variáveis explicativas, capazes de evidenciar se existe alguma relação do nível de endividamento com fatores macroeconômicos como a taxa básica de juros básica (SELIC), períodos de oscilação político-econômica, oscilação da taxa de câmbio do dólar.

## REFERÊNCIAS

ABOBAKR, M.; ELGIZIRY, K. The Effect of Board Characteristics and Ownership Structure on the Corporate Financial Leverage. **Accounting and Finance Research**, [S. l.], v. 5, n. 1, 2016.

ALVES, F. I. A. B.; CRISÓSTOMO, V. L. Perfil da pesquisa em estrutura de capital no Brasil. **Revista Observatorio de la Economía Latinoamericana**, [S. l.], p.1-16, 2018. Disponível em: <https://www.eumed.net/rev/oe/2018/10/estrutura-capital-brasil.html>. Acesso em: 15 jan. 2020.

B3. Ações. **Empresas listadas.** 2022a. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm). Acesso em: 21 fev de 2022.

BECK, N. L.; KATZ J. N. What to do (and not to do) with time-series cross-section data. **American Political Science Review**, [S. l.], v. 89, p. 634–647, 1995.

BERLE, A.; MEANS, G. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: Macmillan, 1932.

BRANDÃO, I. F.; CRISÓSTOMO, V. L. Concentração de propriedade e qualidade da governança da empresa brasileira. **Rev. Bras. Finanças**, Rio de Janeiro, v. 13, n. 3, p. 438–469, 2015.

BRASIL. Lei nº 10.303 de 2001. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 31 out. 2001. Suplemento, p. 1. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/leis\\_2001/110303.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/110303.htm). Acesso em: 01 fev. 2022.

BYUN, H.-Y.; CHOI, S.; HWANG, L.-S. S.; KIM, R. G. Business group affiliation, ownership structure, and the cost of debt. **Journal of Corporate Finance**, [S. l.], v. 23, p. 311–331, 2013.

CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. A Influência da Estrutura de Propriedade e Controle sobre o Valor de Mercado Corporativo no Brasil. **R. Cont. Fin.** – USP, São Paulo, v. 24, n. 62, p. 142-153, 2013.

CICOGNA, M. P. V.; TONETO JR., RUDINEI; VALLE, M. R. O impacto da adesão a padrões mais elevados de governança sobre o financiamento empresarial. **R. Adm.**, São Paulo, v. 42, n.1, p. 52-63, 2007.

COELHO, A. C.; HOLANDA, A. P.; MOURA, E. A. de. Efeitos Entrincheiramento e Alinhamento e Informatividade dos Lucros Contábeis: Estudo comparativos. **Revista de Ciências da Administração**, [S. l.], v. 19, n. 48, p. 108–121, 2017.

COSTA, A. P. P.; WOOD JÚNIOR. Thomaz. Fraudes corporativas. **Revista de Administração de Empresas**, [S. l.], v. 52, n. 4, p. 464-472, 2012.

CRISÓSTOMO, V. L.; BRANDÃO, I. F.; LÓPEZ-ITURRIAGA, F. J. Large shareholders' power and the quality of corporate governance: An analysis of Brazilian firms. **Research in International Business and Finance**, [S. l.], v. 51, n. 101076, p. 1-15, 2020.

CRISÓSTOMO, V. L.; LÓPEZ-ITURRIAGA, F. J.; VALLELADO GONZÁLEZ, E. Nonfinancial companies as large shareholders alleviate financial constraints of Brazilian firm. **Emerging Markets Review**, [S. l.], v. 18, p. 62–77, 2014.

CRISÓSTOMO, V. L.; PINHEIRO, B. G.; NAKAMURA, W. T. Concentração de propriedade e emissão de ação: Evidência da América Latina. **Brazilian Review of Finance**, Rio de Janeiro, v. 18, n. 4, p. 33-76, 2020.

DEANGELO, H.; MASULIS, R.W. Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation. **Journal of Financial Economics**, [S. l.], v.8, n.1, pp. 3-27, 1980.

DELICI, G. D. V.; BEUREN, I. M. Teoria da estrutura de propriedade: redes sociais em periódicos internacionais de alto impacto. **Revista Facultad de Ciencias Económicas: Investigación y Reflexión**, [S. l.], v. 20, n. 1, p. 123-141, 2012.

- DURAND, D. Cost of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. v. NBER p. 215-262. 1952. In: CONFERENCE ON RESEARCH IN BUSINESS FINANCE. **Anais** [...] Crambridge: Universities-National Bureau, 1952. Disponível em: <https://www.nber.org/chapters/c4790.pdf>. Acesso em: 28 jan. 2020.
- DUTRA, V. R.; SONZA, I. B.; CERETTA, P. S.; GALLI, O. C. Determinantes da Retenção de Caixa em Empresas Brasileiras: uma Análise Pós-Crise de 2008. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, [S. l.], v. 12, n. 3, p. 364-379, 2018.
- EL-HABASHY, H. A. Determinants of Capital Structure within the Context of Corporate Governance in Egypt. **International Journal of Business and Management**, Canadá, v. 13, n. 8, 2018.
- FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P. **Análise de dados: técnicas multivariadas exploratórias com SPSS e STATA**. 1. Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015.
- FONSECA, C. V. C.; SILVEIRA, R. L. F.; HIRATUKA, C. A relação entre a governança corporativa e a estrutura de capital das empresas Brasileiras no período 2000-2013. **Ref. Cont.**, Paraná, v. 35 n. 2 p. 35-52, 2016.
- GRANZOTTO, A.; SONZA, I. B. Control Structure and Financial Performance: An Analysis of Listed and Delisted Brazilian Companies Negotiated in Brazil and in the USA. **Revista Brasileira de Finanças**, [S. l.], v. 17, n. 2, p. 56-71, 2019.
- HARRIS, M.; RAVIV, A. The Theory of Capital Structure. **The Journal of Finance**, [S. l.], v. 46, n. 1, p. 297-355, 1991.
- IBGC. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5. ed. São Paulo, SP: IBGC, 2018.
- JENSEN, M. C. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. **The American Economic Review**, [S. l.], v. 76, n. 2, 1986.
- JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, [S. l.], v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- JIRAPORN, P.; CHINTRAKARN, P.; KIM, J. C.; LIU, Y. Exploring the agency cost of debt: Evidence from the ISS Governance Standards. **Journal of Financial Services Research**, [S. l.], v. 44, n. 2, p. 205–227, 2013.
- KONJIN, S. J. J.; KRÄUSSL, R; LUCAS, A. Blockholder dispersion and firm value, **Journal of Corporate Finance**, [S. l.], v. 17; p. 1330-1339, 2011.
- KONRAHT, J. M.; CONSONI, S.; FONSECA, M. W. A Relação entre a Estrutura de Propriedade e o Custo da Dívida Captada via Emissão de Debêntures no Brasil. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, [S. l.], v. 14, n. 2, p. 177-194, 2020.
- KRAUS, A.; LITZENBERGER, R., A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. **The Journal of Finance**, Atlantic city, v. 28, n. 4, p. 911-922, 1973.
- LIND, J.T.; MEHLUM, H. With or without U? The appropriate test for a U-shaped relationship. **Oxford Bulletin of Economics and Statistics**, [S. l.], v. 72, n. 1, p.109–118, 2010.
- LIU, Q.; TIAN, G.; WANG, X. The effect of ownership structure on leverage decision: new evidence from Chinese listed firms. **Journal of the Asia Pacific Economy**, [S. l.], v. 16, n. 2, p. 254-276, 2011.

- MAPURUNGA, P. V. R.; PONTE, V. M. R.; OLIVEIRA, M. C. Determinantes das Práticas de Governança Corporativa: Um estudo nas empresas registradas na CVM. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, [S. l.], v. 8, n. 3, p. 374-395, 2015.
- MODIGLIANI, F; MILLER, M. H. The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. **The American Economic Review**, [S. l.], v. 48, n. 3, pp. 261-297, 1958.
- MODIGLIANI, F; MILLER, M. H. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. **The American Economic Review**, [S. l.], v. 53, n. 3, p. 433-443, 1963.
- MYERS, S. C. Determinants of corporate borrowing. **Journal of Financial Economics**, [S. l.], v. 5, n. 2, p.147-175, 1977.
- MYERS, S. C., MAJLUF, N. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms have Information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, [S. l.], v. 13, n. 2, p. 187-221, 1984.
- MYERS, S. C. Financing of corporations. p. 215-253. *In*: CONSTANTINIDES, G.M.; HARRIS, M.; STULZ, R.M. **Handbook of Economics of Finance**, 1 ed., Holanda: Elsevier, 2003.
- NASCIMENTO, J. C. H. B. do; ANGOTTI, M.; MACEDO, M. A. da S.; BORTOLON, P. M. As relações entre governança corporativa, risco e endividamento e suas influências no desempenho financeiro e no valor de mercado de empresas brasileiras. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, [S. l.], v. 11, n. 1, p. 166–185, 2018.
- NISIYAMA, E. K.; NAKAMURA, W. T. Diversidade do conselho de administração e a estrutura de capital. **RAE - Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 58, n. 6, p. 551-563, 2018.
- OECD. **OECD Corporate Governance Factbook 2021**. Paris: OECD Publishing, 2021.
- PALHARES, C. M. G.; CARMO, C. H. S.; FERREIRA, M. P.; RIBEIRO, A. M. Efeitos da Concentração de Propriedade e da Estrutura do Conselho de Administração nos 'Covenants' de Debêntures Emitidas pelas Empresas Brasileiras de Capital Aberto. **Revista de Contabilidade e Organizações**, [S. l.], v. 13, n. 1, p. 1-16, 2019.
- PEDERSEN, T.; THOMSEN, S. European patterns of corporate ownership: a twelve-country study. **Journal of International Business Studies**, [S. l.], n. 4, p. 759-778, 1997.
- PEIZHI, W.; RAMZAN, M. Do corporate governance structure and capital structure matter for the performance of the firms? An empirical testing with the contemplation of outliers. **PLoS-ONE**, [S. l.], v. 15, n. 2, p. 1-25, 2020.
- PINHEIRO, B. G.; VASCONCELOS, A. C. DE; DE LUCA, M. M. M.; CRISÓSTOMO, V. L. Estrutura de Capital e Governança Corporativa nas Empresas Listadas na BM&FBovespa. **REPeC**, Brasília, v. 11, n. 4, art. 5, p. 451-466, 2017.
- PRAZERES, R. V. Relações entre a concentração de propriedade e o conservadorismo condicional nas companhias abertas brasileiras: uma análise através do modelo de regressão quantílica. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, João Pessoa, v.6, n. 3, p. 21-35, set./out. 2018.
- SAITO, R.; SILVEIRA, A. M. Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **RAE - Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 48, n. 2, p. 79-86, 2008.

SAMPAIO, T. S. L.; PINHEIRO, A. B.; RODRIGUES, R. C.; LAMEU, E. V. M. Aderência a teoria pecking order pelas firmas brasileiras: uma análise multisetorial. **Revista Ambiente Contábil**, [S. l.], v. 13, n. 1, p. 151-180, 2021.

SANTOS *et al.* Codes of corporate governance of latin american countries: analysis of un practices. **RAM. Revista de Administração Mackenzie**, São Paulo, v. 21, n. 6, p. 1-28, 2020.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, [S. l.], v. 52, p. 737– 783, 1997.

SCARAMUSSA, F. M.; BORTOLON, P. M. Características do Exercício do Controle e a Composição dos Conselhos de Administração no Novo Mercado. **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, [S. l.], v. 15, n. 1, p. 142-164, 2020.

SILVA, E. S.; SANTOS, J. F.; ALMEIDA, M. A. Conselho de Administração: uma análise da influência nos níveis de endividamento. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, [S. l.], v. 13, n. 41, p. 440-453, 2011.

SONZA, I. B. Patterns of efficiency in dispersed, dominant and concentrated ownership structures in Brazil. **RAM. Revista de Administração Mackenzie**, São Paulo, v.18, n. 3, p. 232-259, 2017.

TINOCO, G.; GIAMBIAGI, F. **Perspectivas DEPEC 2018: o crescimento da economia brasileira 2018-2023**. Brasília: BNDES, 2018.

TITMAN, S.; WESSEL; R. The Determinants of Capital Structure Choice. **The Journal of Finance**, [S. l.], v. XLIII, n. 1, 1988.

VIANA JÚNIOR, D. B. C.; MORAIS, C. R. F.; LUCA, M. M. M.; VASCONCELOS, A. C. Concentração de Propriedade e Desempenho em Empresas Brasileiras em Períodos de Oferta Pública Inicial. **Contabilidade, Gestão e Governança**, [S. l.], v. 23, n. 1, p. 19-37, 2020.

ZUCHRUF, F.; SUHADAK; MANGESTI, R. S.; MUHAMMAD, S. The effect of corporate governance, firm size, and capital structure on financial performance: a study of state-owned enterprises listed in the indonesia stock exchange during period of 2013-2016. **RJOAS**, [S. l.], v. 9, n. 93, p. 3-16, 2019.

YASEEN, H.; AL-AMARNEH, A. Corporate Governance and Leverage: Evidence from the Jordanian Stock Market. **Research Journal of Finance and Accounting**, [S. l.], v. 4, n. 19, p. 29-35, 2013.