UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE DE
RIBEIRÃO PRETO
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTROLADORIA E CONTABILIDADE

RANIERI AVILA MARTIN

Concentração acionária e risco de expropriação de riqueza dos credores no Brasil:
um estudo com as empresas listadas na BOVESPA

ORIENTADOR: PROF. DR. MAURÍCIO RIBEIRO DO VALLE

RIBEIRÃO PRETO

2013

João Grandino Rodas

Reitor da Universidade de São Paulo

Sigismundo Bialoskorski Neto

Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto

Vinícius Aversari Martins

Chefe do Departamento de Contabilidade

RANIERI AVILA MARTIN

Concentração acionária e risco de expropriação de riqueza dos credores no Brasil:
um estudo com as empresas listadas na BOVESPA

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo, para obtenção do título de Mestre em Ciências. Versão Corrigida. A original encontra-se disponível no Serviço de Pós-Graduação da FEA-USP/RP.

ORIENTADOR: PROF. DR. MAURÍCIO RIBEIRO DO VALLE

RIBEIRÃO PRETO

2013

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

FICHA CATALOGRÁFICA

Martin, Ranieri Avila

Concentração acionária e risco de expropriação de riqueza dos credores no Brasil: um estudo com as empresas listadas na BOVESPA. Ribeirão Preto, 2013.

71 p.: il. ; 30 cm

Dissertação de Mestrado, apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto/USP. Área de concentração: controladoria e contabilidade.

Orientador: Valle, Maurício Ribeiro do.

1. Controle acionário definido. 2. Risco de expropriação de riqueza dos credores. 3. Estrutura de capital. 4. Risco de crédito. 5. Teste não paramétrico.

MARTIN, R. A. **Concentração acionária e risco de expropriação de riqueza dos credores: um estudo com as empresas listadas na BOVESPA**. 2013. 71f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2013.

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo, para obtenção do título de Mestre em Ciências.

Aprovado em: ____ / ____ / ____

Banca Examinadora

Prof. Dr. _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

Prof. Dr. _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

Prof. Dr. _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

AGRADECIMENTOS

O momento é de comemorar a vitória por mais um desafio atingido em minha vida, mas gostaria de compartilhar minha gratidão com todos aqueles que dividiram comigo os esforços da caminhada.

A Deus, por iluminar minha vida e me manter na fé.

À minha esposa e companheira, Heloiza, por sempre atravessar comigo as tempestades e bonanças.

À minha família, pai, mãe, irmã, cunhado e sobrinho, pelo carinho que sempre demonstram por mim.

À professora Adriana Procópio, por ter plantado em mim a semente da curiosidade pelo mestrado e acreditado no meu potencial de realizá-lo.

Aos professores André de Aquino e Alexandre Assaf Neto, que juntamente com a professora Adriana, decidiram pela minha aprovação no programa de mestrado em controladoria e contabilidade da FEARP/USP.

Ao professor Maurício Ribeiro do Valle, primeiramente, por aceitar meu pedido de orientação no desenvolvimento da dissertação e, mais do que isso, pelas críticas, intervenções, e por sua maneira extremamente doce ao proferir as palavras.

Aos professores Alberto Matias e Luiz Gonzaga, que me apresentaram as possibilidades da estatística não paramétrica.

A todos os professores do mestrado em controladoria e contabilidade, pela transmissão de informações e conhecimento em suas disciplinas.

Às funcionárias da pós-graduação, Érika e Vânia, por sempre me ajudarem com os documentos, prazos e transmissões de comunicados e decisões.

Aos colegas de sala, pelo entrosamento e pelas discussões durante as aulas, cafés e almoços que partilhamos.

A todos que torceram por mim no desafio do mestrado. De longe e de perto, vocês foram fundamentais.

Muito Obrigado a todos!

**Renova-te.
Renasce em ti mesmo.
Multiplica os teus olhos, para verem mais.
Multiplica os teus braços para semeares tudo.
Destrói os olhos que tiverem visto.
Cria outros, para as visões novas.
Destrói os braços que tiverem semeado,
Para se esquecerem de colher.
Sê sempre o mesmo.
Sempre outro.
Mas sempre alto.
Sempre longe.
E dentro de tudo.**

Cecília Meireles (Cânticos)

RESUMO

MARTIN, R. A. **Concentração acionária e risco de expropriação de riqueza dos credores: um estudo com as empresas listadas na BOVESPA**. 2013. 71f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2013.

A pesquisa procurou levantar a relação entre concentração acionária e risco de expropriação de riqueza dos credores no Brasil. O universo amostral compreendeu as empresas de capital aberto listadas na Bovespa no período de 1997 a 2011. Foram traçados dois objetivos na pesquisa: (i) verificar se empresas com a presença de controle acionário definido apresentam maior percepção de risco de expropriação de riqueza dos credores do que aquelas que não apresentam concentração acionária; e (ii) verificar entre as empresas com a presença de controle acionário definido se maior participação no controle gera maior percepção de risco de expropriação de riqueza de terceiros. O suporte teórico do trabalho se deu em estudos sobre estrutura de capital, controle de capital, mercado de crédito e custo de capital de terceiros no Brasil. As variáveis estudadas foram o percentual de ações ON pelos principais acionistas e o custo da dívida medido pelo *Ki*. Os procedimentos estatísticos se deram pelos testes não paramétricos *U* de Man-Whitney e Kruskal-Wallis com comparações múltiplas entre grupos. A primeira resposta apresentou indícios, com significância estatística de 5%, que empresas com controle acionário definido tendem a apresentar maior risco de expropriação de riqueza de terceiros do que as demais. Entretanto, quando o controle é exercido por um único acionista que possui 50% ou mais das ações com direito a voto, as empresas tendem a apresentar menor risco de expropriação de riqueza dos credores do que as demais. A segunda resposta encontrada, também com significância estatística de 5%, apontou que, em empresas com a presença de um único acionista na posse de 50% ou mais das ações ON, à medida que esse principal acionista aumenta a participação no controle, o custo da dívida, variável explicativa de risco de expropriação de riqueza de terceiros, tende a diminuir. Portanto, acredita-se que o presente estudo cumpre a proposta de investigação apresentada ao não encontrar evidências que permitam descartar a ideia de que existe relação entre controle acionário definido e risco de expropriação de riqueza dos credores.

Palavras-chave: 1. Controle acionário definido. 2. Risco de expropriação de riqueza dos credores. 3. Estrutura de capital. 4. Risco de crédito. 5. Teste não paramétrico

ABSTRACT

MARTIN, R. A. **Ownership concentration and risk of expropriation of creditors' wealth:** a study with companies listed on the BOVESPA. 2013. 71f. Dissertation (Master's) – School of Economics, Business and Accounting of Ribeirão Preto, University of São Paulo, Ribeirão Preto, 2013.

The survey tried to raise the relationship between ownership concentration and risk of expropriation of creditors' wealth in Brazil. The sample universe consisted of publicly traded companies listed on Bovespa in the period 1997-2011. Two main objectives were outlined: (i) verify if companies with the presence of defined shareholder control have a higher perception of risk of expropriation of creditors' wealth than those who do not have shareholder control, and (ii) check between companies with defined shareholder control set if greater participation in the control creates higher perception of risk of expropriation of third parties' wealth. The theoretical basis of the work was in studies on capital structure, capital controls, credit market and cost of third party capital in Brazil. The variables studied were the percentage of ON shares by principal shareholders and the cost of debt measured by K_i . Statistical procedures were given by nonparametric tests U of Mann Whitney and Kruskal-Wallis with multiple comparisons between groups. The first response, with statistical significance of 5%, showed that companies with defined shareholder control set tend to have a higher risk of expropriation of third parties' wealth than others. However, when the control is exercised by a single shareholder who holds 50% or more of voting shares, companies tend to have lower risk of expropriation of creditors' wealth than others. The second one, also with a statistical significance of 5%, pointed out that in companies with a single shareholder who holds 50% or more of ON shares, as this principal shareholder increases his participation in the control, the cost of debt, explanatory variable risk of expropriation of third parties' wealth, tends to decrease. Therefore, it is believed that this study fulfils the investigation proposal presented to find no evidence to discard the idea that there is a relationship between defined shareholder control and risk of expropriation of creditors' wealth.

Key-words: 1. Defined shareholder control. 2. Risk of expropriation of creditors' wealth. 3. Capital structure 4. Credit risk 5. Nonparametric test.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Quadro 1 - Detalhamento das contas do Passivo Circulante e Não Circulante	38
Quadro 2 - Detalhamento da conta Empréstimos e Financiamentos	38
Quadro 3 - Detalhamento da conta Debêntures	40
Quadro 4 - Detalhamento das contas de Resultados Financeiros líquidos	41

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Resumo do teste <i>U</i> de Man-Whitney	52
Tabela 2 - Teste <i>one way</i> ANOVA, de Kruskal-Wallis, para o critério CON1.....	54
Tabela 3 - Comparação múltipla utilizando teste <i>one way</i> ANOVA, de Kruskal-Wallis, para o critério CON1	54
Tabela 4 - Teste <i>one way</i> ANOVA, de Kruskal-Wallis, para o critério CON3.....	54
Tabela 5 - Teste <i>one way</i> ANOVA, de Kruskal-Wallis, para o critério CON5.....	55
Tabela 6 - Comparação múltipla utilizando teste <i>one way</i> ANOVA, de Kruskal-Wallis, para o critério CON5	55
Tabela 7 - Teste <i>one way</i> ANOVA, de Kruskal-Wallis, para o critério CON2.....	56
Tabela 8 - Teste <i>one way</i> ANOVA, de Kruskal-Wallis, para o critério CON4.....	56
Tabela 9 - Comparação múltipla utilizando teste <i>one way</i> ANOVA, de Kruskal-Wallis, para o critério CON4	56
Tabela 10 - Teste <i>one way</i> ANOVA, de Kruskal-Wallis, para o critério CON6.....	57
Tabela 11 - Comparação múltipla utilizando teste <i>one way</i> ANOVA, de Kruskal-Wallis, para o critério CON6	57

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	12
1.1 APRESENTAÇÃO DO TEMA E PROBLEMA DE PESQUISA	12
1.2 OBJETIVOS DA PESQUISA	14
1.3 HIPÓTESES DA PESQUISA	14
1.4 DELIMITAÇÃO DO ESTUDO	15
1.5 JUSTIFICATIVA DA PESQUISA	16
1.6 ESTRUTURA DO TRABALHO	16
2 REFERENCIAL TEÓRICO	18
2.1 ESTUDOS SOBRE ESTRUTURA DE CAPITAL.....	18
2.1.1 Conflitos de agência.....	18
2.1.1.1 <i>Conflitos de agência entre acionistas e administradores.....</i>	<i>19</i>
2.1.1.2 <i>Conflitos de agência entre acionistas e credores</i>	<i>20</i>
2.1.2 Assimetria de informação	21
2.1.3 Estrutura de capital no Brasil	22
2.2 ESTUDOS SOBRE PROPRIEDADE E CONTROLE DE CAPITAL.....	23
2.2.1 Mecanismos para controle de capital	24
2.2.2 Custos e benefícios do controle de capital	25
2.2.3 Estrutura de controle de capital no Brasil	26
2.3 ESTUDOS SOBRE O AMBIENTE LEGAL PARA CONTROLE DE CAPITAL	28
2.3.1 Ambiente legal para controle de capital no Brasil	29
2.4 ESTUDOS SOBRE O MERCADO DE CRÉDITO	30
2.4.1 Assimetria informacional dos contratos de crédito	31
2.4.2 Proteção dos credores.....	32
2.4.3 Risco de expropriação de riqueza dos credores.....	33
2.5 ESTUDOS SOBRE CUSTO DE CAPITAL DE TERCEIROS	34
2.5.1 Custo de capital de terceiros no Brasil	35
2.5.1.1 <i>Passivo oneroso</i>	<i>37</i>
2.5.1.1.1 <i>Empréstimos e financiamentos</i>	<i>38</i>
2.5.1.1.2 <i>Debêntures</i>	<i>39</i>
2.5.1.2 <i>Despesas financeiras</i>	<i>40</i>

3 METODOLOGIA DA PESQUISA	42
3.1 MODELO PARA RELACIONAMENTO DAS VARIÁVEIS ESTUDADAS	42
3.2 AMOSTRA E COLETA DE DADOS	43
3.3 DEFINIÇÃO DOS CRITÉRIOS PARA CONTROLE ACIONÁRIO DEFINIDO	44
3.4 PROPOSIÇÕES E HIPÓTESES PARA TESTE	45
3.5 TESTES EFETUADOS	47
3.5.1 Teste I – <i>U</i> de Mann-Whitney	48
3.5.2 Teste II – Kruskal-Wallis com comparações múltiplas entre grupos	50
4 ANÁLISE DOS DADOS	52
4.1 TESTE <i>U</i> DE MANN-WHITNEY	52
4.2 TESTE KRUSKAL-WALLIS COM COMPARAÇÕES MÚLTIPLAS ENTRE GRUPOS	54
5 RESULTADOS ENCONTRADOS	58
5.1 TESTE <i>U</i> DE MAN-WHITNEY	58
5.2 TESTE KRUSKAL-WALLIS COM COMPARAÇÕES MÚLTIPLAS ENTRE GRUPOS	58
5.3 RESPOSTAS PARA AS PROPOSIÇÕES EFETUADAS	60
6 CONSIDERAÇÕES FINAIS	62
6.1 LIMITAÇÕES DA PESQUISA	64
6.2 SUGESTÕES PARA ESTUDOS FUTUROS	65
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	67

1 INTRODUÇÃO

1.1 APRESENTAÇÃO DO TEMA E PROBLEMA DE PESQUISA

Para financiar o crescimento das empresas, os gestores utilizam recursos internos, de proprietários ou oriundos de endividamento. A decisão por qual fonte utilizar leva em conta, principalmente, o prêmio exigido pelos detentores dos recursos, os benefícios associados a cada escolha e o impacto sobre a capacidade de pagamento das empresas (MYERS, MAJLUF, 1984).

No estabelecimento dos prêmios exigidos por proprietários e demais investidores, os interesses divergentes entre as partes (JENSEN, MECKLING, 1976) e a assimetria de informação entre gestores e demais *stakeholders* (HARRIS, RAVIV, 1991) produzem sobre os fornecedores de recursos, entre outros, um custo de monitoramento dos gestores e perdas residuais decorrentes das ações destes em benefício próprio, e não da empresa (JENSEN, MECKLING, 1976).

Uma forma de redução nos custos de monitoramento se dá por meio do aumento do endividamento. Ao produzir um acréscimo no pagamento obrigatório do serviço da dívida, ocorre redução nos fluxos de caixa livre na empresa, consequentemente, os gestores tendem a encontrar maior dificuldade para utilizar os recursos em benefício privado (JENSEN, MECKLING, 1976; JENSEN, 1986).

Outro argumento favorável ao endividamento é que os credores, geralmente, detêm estruturas operacionais apropriadas e mais assertivas para fiscalizar as ações dos gestores, além do fato de possuírem a prerrogativa de pedir a falência caso as empresas tomadoras de crédito não honrem os compromissos assumidos (JENSEN, 1986).

Em relação aos gestores, diversos estudos comprovam que a administração das empresas na maioria das economias do mundo se encontra sob o controle de grandes acionistas que exercem funções executivas ou participam de conselhos de administração nas companhias (LA PORTA, LOPES-DE-SILENES, SHLEIFER, 1999; VALADARES, LEAL, 2000; OKIMURA, SILVEIRA, ROCHA, 2007).

Apesar de os contratos de empréstimos entre tomadores e fornecedores de recursos financeiros possuírem, na maioria das vezes, garantias e cláusulas de restrição e prudência – chamadas de *covenants* – ainda assim existe o risco de expropriação de riqueza dos credores

(BRITO, MARTINS, 2011). É de se supor, portanto, que um importante conflito de interesses ocorra entre acionistas controladores e os credores de recursos emprestados.

Além disso, a tônica da relação entre acionistas controladores e instituições credoras dos recursos emprestados sofre interferência da assimetria de informação entre as partes. Em decorrência de as informações das empresas não serem totalmente transparentes e tampouco disponíveis de forma imediata para os financiadores, a presença de controle acionário definido funciona como um sinalizador para o mercado. No entanto, os estudos neste tema têm apresentado resultados divergentes acerca dos impactos da concentração acionária sobre os riscos de expropriação de riqueza de terceiros.

Trabalhos que enxergam a presença de controladores na gestão da empresa como fomentadora de risco para o capital de terceiros apontam os seguintes sinais: risco de subinvestimento em projetos com valor presente líquido positivo quando as empresas estão alavancadas financeiramente (MYERS, 1977); risco de superinvestimento para benefício privado dos ativos (JENSEN, 1986); risco de substituição de ativos de menor por outros de maior risco (HARRIS, RAVIV, 1991); e risco de entrincheiramento como forma de garantir permanência no poder (FAMA, JENSEN, 1983).

Por outro lado, também encontram-se estudos favoráveis à presença de controle acionário definido. Leland e Pyle (1977), Anderson, Mansi e Reeb (2003) alegam que a presença de proprietários com grande participação acionária indica que estes avaliam ter sob gestão projetos com valor presente líquido positivo. Além disso, a posse de grande parcela do capital da empresa traz o comprometimento dos controladores em não desvalorizar o preço dos papéis e, assim, não destruir a própria riqueza (CLAESSENS, FAN, 2002).

Em razão da inexistência de uniformidade nos resultados das investigações sobre a relação entre concentração acionária e risco de crédito, o presente estudo abordou esta lacuna como um problema de pesquisa.

Pelo então exposto, a dúvida que gerou a exploração deste tema é apresentada pela seguinte pergunta a ser respondida: existe relação entre concentração acionária e risco de expropriação de riqueza dos credores no Brasil?

Portanto, a pesquisa procurou mensurar a existência de relação entre presença de controle acionário definido nas empresas e o risco de expropriação de capital de terceiros. A forma para captar essa relação se deu pela utilização do custo de capital de terceiros K_i como variável explicada pelo risco de expropriação de capital dos credores (STRAHAN, 1999; GRAHAM, LI, QIU, 2008; CHAVA, LIVDAN, PURNANANDAM, 2009; LIN *et al.*, 2011). O K_i , originário da expressão *capital interest*, que também pode ser chamado de custo da

dívida, será apresentado predominantemente pela segunda expressão em razão de esta se adequar melhor ao contexto da corrente pesquisa.

1.2 OBJETIVOS DA PESQUISA

Para responder a pergunta central deste estudo, foi estabelecido o seguinte objetivo principal:

- verificar se empresas com a presença de controle acionário definido apresentam maior percepção de risco de expropriação de riqueza dos credores do que aquelas que não apresentam concentração acionária.

Como objetivo secundário foi estabelecido o seguinte:

- verificar entre as empresas com a presença de controle acionário definido se maior participação no controle gera maior percepção de risco de expropriação de riqueza de terceiros.

1.3 HIPÓTESES DA PESQUISA

Para atender ao objetivo principal, foram estabelecidas duas proposições:

- Proposição 1: empresas com controle acionário definido apresentam maior custo da dívida do que empresas que não têm controle definido.
- Proposição 2: empresas com controle acionário definido apresentam menor custo da dívida do que empresas que não têm controle acionário definido.

Como as duas primeiras proposições efetuadas são contraditórias quanto ao sinal da relação, para testá-las empiricamente foi explicitada uma hipótese nula H_0 . As hipóteses alternativas, H_1' e H_1'' , correspondem às proposições 1 e 2, respectivamente:

- H_0 : a presença ou ausência de controle acionário definido não interfere no custo da dívida das empresas.
- H_1' : empresas com controle acionário definido apresentam maior custo da dívida do que empresas que não têm controle definido.
- H_1'' : empresas com controle acionário definido apresentam menor custo da dívida do que empresas que não têm controle definido.

Para atender ao objetivo secundário foram estabelecidas outras duas proposições:

Proposição 3: em empresas com controle acionário definido, quanto maior o percentual de controle, menor será o custo da dívida.

Proposição 4: em empresas com controle acionário definido, quanto maior o percentual de controle, maior será o custo da dívida.

Da mesma forma que as duas primeiras, a terceira e quarta proposições são contraditórias quanto ao sinal da relação estudada, o que suscitou, para o seu teste conjunto, uma única hipótese nula H_0 . As hipóteses alternativas H_1' e H_1'' , visam ao teste das proposições 3 e 4, respectivamente:

- H_0 : em empresas com controle acionário definido, não existe relação entre o percentual de ações detido pelo controlador e o custo do endividamento.
- H_1' : em empresas com controle acionário definido, a relação entre o percentual de ações detido pelo controlador e o custo do endividamento é negativa.
- H_1'' : em empresas com controle acionário definido, a relação entre o percentual de ações detido pelo controlador e o custo do endividamento é positiva.

Este trabalho utilizou dois procedimentos estatísticos não paramétricos: o teste U de Mann-Whitney, utilizado para averiguar as proposições 1 e 2; e o teste de Kruskal-Wallis com comparações múltiplas entre grupos, para checar as proposições 3 e 4.

O objetivo da utilização de testes não paramétricos foi o de proporcionar maior robustez ao tratamento estatístico, uma vez que eles são menos restritivos que os testes paramétricos, dado que não existem pressupostos quanto às distribuições estatísticas.

1.4 DELIMITAÇÃO DO ESTUDO

O universo de dados da pesquisa compreendeu as empresas de capital aberto com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa –, no período de 1997 a 2011. Foi utilizado o ano de 1997 como ponto de corte porque, somente a partir desse ano, a base de dados Economática® apresenta informações sobre percentual de participação dos principais acionistas. A amostra final foi composta por 1.912 observações.

Os dados para esta pesquisa foram retirados do banco de dados Economática® em razão da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, *campus* Ribeirão Preto, manter convênio para utilização da referida base, além de disponibilizá-la aos seus alunos. Foram coletados, para o período de 1997 a 2011, os seguintes dados por empresa: participação do 1º maior acionista ON, participação do 2º maior

acionista ON; participação do 3º maior acionista ON e custo da dívida (K_i) obtido pela razão entre despesas financeiras líquidas de impostos sobre o passivo oneroso médio das empresas no mesmo exercício social.

1.5 JUSTIFICATIVA DA PESQUISA

Diante de um contexto em que no Brasil a estrutura de propriedade característica das empresas é de controle acionário definido (VALADARES, LEAL, 2000; PROCIANOY, 2001; OKIMURA, SILVEIRA, ROCHA; 2007), faz-se relevante identificar a existência de relação entre concentração acionária e risco de expropriação de riqueza dos credores. Esta descoberta poderá proporcionar novas informações para os pesquisadores se aprofundarem em temas relacionados à estrutura de capital no que concerne à concentração da propriedade, e em temas relacionados aos fatores determinantes dos riscos de crédito e dos custos de capital de terceiros. Além disso, o estudo procura trazer informações pertinentes para evidenciar a capacidade de utilizar o percentual de participação acionária no Brasil como um sinalizador de risco para os credores.

1.6 ESTRUTURA DO TRABALHO

O trabalho está organizado em cinco capítulos. No presente capítulo, de Introdução, são apresentados o tema e o problema de pesquisa, os objetivos, as hipóteses para teste, a delimitação do estudo e a justificativa.

No capítulo 2, encontra-se o Referencial Teórico que dá suporte ao desenvolvimento da pesquisa. Esta seção inclui as teorias sobre estrutura de capital, os estudos sobre controle e propriedade de capital, o ambiente legal que regulamenta as composições acionárias, as características do mercado de crédito, o custo da dívida como variável explicativa para medir risco de expropriação de riqueza dos credores, e a formação do custo de capital de terceiros no Brasil.

No capítulo 3, está a Metodologia. Esta seção descreve as variáveis estudadas, a amostra e coleta de dados, a definição dos critérios de controle acionário definido, as proposições e hipóteses para os testes e os procedimentos estatísticos realizados.

O capítulo 4 apresenta a Análise dos Dados. Nesta seção, constam os resultados empíricos obtidos pelos testes U de Mann-Whitney, e Kruskal-Wallis com comparações múltiplas entre grupos.

O capítulo 5 discorre sobre a Análise dos Resultados encontrados pela pesquisa. São feitas interpretações para as respostas obtidas em cada um dos testes estatísticos utilizados.

O capítulo 6 fecha o estudo com as Considerações Finais sobre os principais achados, as limitações da pesquisa e as sugestões para trabalhos futuros.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 ESTUDOS SOBRE ESTRUTURA DE CAPITAL

Ao longo do século XX, diversos estudos em finanças corporativas se confirmaram como teorias dispostas a explicar as razões determinantes sobre as decisões de financiamento das empresas.

Modigliani e Miller (1958) estabeleceram os pressupostos de mercado perfeito para demonstrar que a estrutura de capital não interfere nas decisões de endividamento das empresas. Segundo as premissas do mercado perfeito, os indivíduos emprestam e tomam empréstimos a uma taxa livre de risco, o financiamento das operações organizacionais se dá por meio de dívida sem risco e capital próprio com risco, não existe custo de falência, as empresas estão sob a mesma classe de risco, os fluxos de caixa são perpétuos, não existe assimetria de informações e não existem custos de agência. Sob estas condições estabeleceram a teoria da irrelevância da estrutura de capital.

Com base nas premissas de mercado perfeito, surgiram diversos estudos para explicar a estrutura de endividamento das empresas. Harris e Raviv (1991) apontam que as principais teorias oriundas dos estudos de Modigliani e Miller (1958) foram: dos custos de falência; baseada em conflitos de agência; da assimetria de informações e as teorias correlacionadas ao ramo econômico da organização industrial.

Ainda assim, mesmo diante de várias linhas teóricas explicativas, frequentemente os pesquisadores não conseguem encontrar uniformidade de resultados. Como consequência, as oportunidades para o desenvolvimento de outros estudos sobre estrutura de capital continuam pujantes aos pesquisadores. Seguindo por esta lacuna, a pesquisa estabelece sua fundamentação sobre as seguintes teorias: as baseadas no conflito de agência, e as que buscam explicar a estrutura de capital por meio da assimetria de informações.

2.1.1 Conflitos de agência

Sabe-se, conforme apresentado pela teoria econômica, que os indivíduos buscam a maximização do próprio bem-estar. Como consequência, surgem os conflitos de interesses decorrentes das diferentes necessidades e desejos de cada pessoa.

Simon (1945) destaca que mesmo sob as premissas e regras contratuais dispostos a convergir os diversos interesses dentro do ambiente corporativo, ainda assim existe uma racionalidade limitada das partes na determinação antecipada de todos os possíveis interesses divergentes.

Jensen e Meckling (1976) definiram o relacionamento de agência com base nas observações de Simon (1945) e o apresentaram da seguinte maneira: são as premissas definidas por contrato nas quais uma ou mais pessoas, o(s) principal(is), envolve(m) outra(s) pessoa(s), o(s) agente(s), para realizar alguma atribuição em benefício do(s) principal(is), todavia, delegando alguma autoridade e poder de decisão ao(s) agente(s).

Como é de se esperar que ambas as partes do relacionamento busquem a máxima função de utilidade própria, é provável que o agente dê mais importância aos seus interesses do que aos do principal, surgindo assim, o chamado problema de agência.

Jensen e Meckling (1976) destacam as formas possíveis para restringir os problemas de agência: o estabelecimento de incentivos para que o agente aja de acordo com os interesses do principal; e a monitoração das ações do agente.

Em decorrência de essas duas sugestões se mostrarem bastante onerosas para o principal, delas surgem os custos de incentivo, os custos de monitoramento do agente e perda residual para o principal, decorrente das ações que, ainda assim, os agentes conseguirem tomar em benefício próprio.

Jensen e Meckling (1976) tratam os problemas de agência como conflitos de agência entre acionistas e administradores e conflitos de agência entre acionistas e credores.

2.1.1.1 Conflitos de agência entre acionistas e administradores

Jensen e Meckling (1976) destacam que administradores – os agentes – possuem interesses divergentes dos acionistas – os principais. Esses agentes não possuem direitos sobre a totalidade dos resíduos da empresa decorrentes das suas decisões gerenciais. Por esse motivo, os administradores tendem a expropriar a riqueza dos acionistas por meio da utilização de recursos da empresa em benefício próprio, como utilização privada dos serviços de funcionários, uso de veículos da empresa para fins particulares, fixação de remuneração própria exagerada e construção de escritórios luxuosos não necessários ao funcionamento racional da empresa. Por isso, sugerem que um aumento do grau de endividamento da empresa pode conter o consumo de benefícios privados pelos administradores, pois o

acréscimo no pagamento obrigatório dos encargos da dívida restringem os fluxos de caixa livre na empresa. Como consequência, os agentes se deparam com limitações quanto ao uso dos recursos restantes em benefício próprio. Como se vê, o endividamento pode impactar na diminuição dos custos de agência decorrentes do conflito entre administrador e acionista.

Jensen (1986) relaciona outro problema procedente do conflito entre administrador e acionista, chamado de superinvestimento. Uma vez que o agente não detém direitos sobre os fluxos de caixa livre da empresa, é esperado que o mesmo tome decisões para reinvestir os resíduos de modo a aumentar o tamanho dos ativos. Os administradores entendem que quanto maiores os recursos sob sua gestão, maiores são as chances de utilizá-los em benefício próprio. Então, mais uma vez, sugere a alavancagem financeira como forma de minimizar o problema de superinvestimento, pois tanto por meio da maior capacidade de monitoração quanto pelo uso de cláusulas restritivas nos contratos de empréstimos, o autor destaca que credores possuem maiores possibilidades de controle sobre as ações dos administradores. Aliado a isto, os credores possuem poderes para requerimentos de falência que tendem a inibir a opção de superinvestimento em projetos de valor presente negativo.

Pelos argumentos apresentados por Jensen e Meckling (1976) e Jensen (1986), as empresas com a presença de conflitos de agência entre administradores e acionistas devem optar por estruturas de capital mais endividadas.

2.1.1.2 Conflitos de agência entre acionistas e credores

Harris e Raviv (1991) destacam que o conflito de interesse entre acionistas e credores surge porque o contrato de dívida dá aos acionistas a oportunidade de investir em projetos de maior risco. Os autores classificam esse problema de agência como risco de substituição de ativos. Credores estabelecem sua remuneração com base no nível de risco assumido pelo tomador no momento da captação do recurso financeiro. Se o tomador investir esses recursos em outros projetos de maior risco, isto é, substituir os ativos, e tais investimentos incorrem em maior rentabilidade, o ganho excedente será de propriedade dos acionistas uma vez que a taxa de juros fixada pelo credor fora anteriormente definida. Todavia, caso esses projetos sejam malsucedidos, os credores poderão ter dificuldades em receber os valores previamente contratados.

Myers (1977) apresenta outro problema de agência entre acionistas e credores, chamado de subinvestimento. Esse problema ocorre em empresas com valor predominante

decorrente de oportunidades de investimento, isto é, baixos valores de ativos operacionais, e que se encontram altamente endividadas. Os acionistas dificilmente farão novos aportes de capital, mesmo em projetos com valor presente líquido positivo, pois terão que arcar com os custos do investimento, mas os retornos obtidos serão destinados, em sua maioria, aos credores para pagamento de dívidas.

Pelos argumentos de Myers (1977) e Harris e Raviv (1991), o endividamento também cria incentivos para os conflitos de agência, e a possibilidade de substituição de ativos ou de subinvestimentos advém desses incentivos. Portanto, as empresas com maiores oportunidades de investimento deveriam optar por estruturas de capital menos alavancadas.

2.1.2 Assimetria de informação

Harris e Raviv (1991) argumentam que as informações da empresa não são totalmente transparentes e não se encontram disponíveis imediatamente para os financiadores, ao contrário do que apregoa o modelo da irrelevância da estrutura de capital, de Modigliani e Miller (1958), que pressupõem a existência de um mercado perfeito com informação perfeita. Os autores alertam que os administradores possuem informações privadas sobre o fluxo de caixa e acerca das oportunidades de investimento da empresa, caracterizando assim a assimetria de informação entre agentes.

Para Ross (1977), a estrutura de capital pode ser utilizada como um dispositivo sinalizador de informações para o mercado. O autor analisa que, ao avaliar uma empresa, o mercado forma sua própria percepção. Os administradores emitem esses sinais com base nas alterações da estrutura de capital e decisões sobre a política de dividendos. Empresas com boa saúde financeira adotam estruturas mais alavancadas sem correr riscos de falência. Todavia, empresas em má situação tendem a ser menos endividadas. Portanto, o endividamento é considerado um sinalizador ao mercado sobre a condição financeira das empresas.

Leland e Pyle (1977) apontam que a concentração acionária também funciona como um sinalizador para o mercado. Os autores argumentam que proprietários de blocos de ações são mais informados que o mercado quanto ao valor dos projetos da empresa e a disposição deles em investir seu capital nos mesmos sinaliza de forma positiva ao mercado. O efeito sinalizador da concentração acionária tende a ser muito eficaz em empresas de alto crescimento, pois o valor delas está mais relacionado aos projetos futuros do que aos ativos operacionais.

Myers e Majluf (1984) também apregoam que indivíduos internos à empresa detêm maiores informações que as pessoas externas à organização. Chamada de *pecking order* ou hierarquia de preferências, essa teoria estabelece uma sequência ótima na escolha das fontes de recursos. Partindo da mais vantajosa para a menos vantajosa, as decisões de financiamento obedecem a seguinte ordem: recursos internos à empresa; emissão de dívidas livre de risco; dívidas com risco; e emissão de ações. Os autores argumentam ainda que por não sofrerem os efeitos da assimetria de informação, a preferência de financiamento é dada aos recursos gerados internamente e à emissão de dívidas sem risco. Somente depois de utilizadas estas opções é que os administradores se financiam por meio de dívidas com risco ou emissão de ações, pois estas últimas modalidades sofrem influência do problema de seleção adversa.

Percebe-se assim que, diversas teorias e estudos sobre estrutura de capital colocam o capital de terceiros como um fator determinante para o dimensionamento das relações entre gestores e investidores. Isto reforça a importância de se fazerem novos estudos sobre este tema.

2.1.3 Estrutura de capital no Brasil

Os estudos sobre estrutura de capital no Brasil, em sua maioria, tratam de verificações empíricas de empresas e mercado acerca da aderência das teorias descritas na seção anterior.

Segundo Procianoy e Caselani (1997), o financiamento é utilizado na aquisição de ativo permanente em detrimento de investimento em ativo não permanente ou redução de passivo. Observando o destino dos recursos gerados por emissão de ações na Bovespa, os autores identificaram que em empresas com controle acionário definido ocorre menor investimento em ativo permanente quando comparado com aquelas sem controle definido. Os autores também destacaram que, no mercado de capitais brasileiro, a estrutura de capital é impactada por fatores próprios do mercado local, como inexistência de mercado para dívidas de longo prazo e baixa relação entre valor patrimonial e de mercado das empresas.

Pereira (2000) encontrou uma forte relação positiva entre valor e endividamento das empresas brasileiras, isto é, observou que alavancagem financeira eleva o valor de mercado das empresas no Brasil. No entanto, apesar de o mercado de capitais valorizar empresas que otimizam sua estrutura de capital, a autora apresentou resultados que mostram baixo nível de

endividamento das empresas brasileiras quando comparadas com índices de alavancagem nos países desenvolvidos.

Procianoy e Kramer (2001) identificaram que o endividamento de curto prazo é o principal causador dos riscos e custos incorridos sobre as empresas no Brasil, e que o patrimônio líquido pode ser utilizado como forma de redução desses riscos.

Terra (2007) analisou os determinantes da estrutura de capital em países latino-americanos – Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México, Peru e Venezuela – entre 1996 e 2000. O autor identificou que a estrutura de capital das empresas apresenta maior dependência das variáveis internas – tangibilidade, rentabilidade, tamanho, opções de crescimento e risco do negócio – do que em relação aos fatores do macroambiente – crescimento do PIB, taxa de inflação e retorno das ações. Comenta também que os resultados encontrados dão a entender que outros fatores não estudados por ele possam exercer influência sobre a alavancagem das empresas.

Percebe-se assim, que os trabalhos sobre cenários brasileiros consistem, em sua maioria, em testes de verificações das teorias existentes. Uma forma de contribuir com estes estudos é aprofundar a observação sobre as particularidades apontadas para as empresas e o mercado nacional.

2.2 ESTUDOS SOBRE PROPRIEDADE E CONTROLE DE CAPITAL

Berle e Means (1932), em publicação que apresenta um modelo de sociedade anônima e de propriedade privada que se formava na economia norte-americana no início dos anos 30, apresentaram os primeiros impactos decorrentes da separação entre propriedade e controle do capital organizacional. Os autores constataram a existência de um deslocamento de cerca de dois terços da riqueza industrial do país migrando da propriedade individual para a propriedade de grandes empresas financiadas pelo capital público. Nesse processo, os novos proprietários passaram a não ter envolvimento na administração organizacional.

Destacam, ainda, que nesse contexto perdem força os preceitos da economia neoclássica de domínio protegido da propriedade, isto é, se antes os proprietários reuniam os papéis de controlador, administrador, empreendedor e podiam fazer o que bem entendessem para atender as expectativas de resultados das suas operações, agora sob nova configuração societária, isso se torna mais improvável. Como resultado desse movimento de pulverização do capital, sua estrutura passa então a ser dividida em dois componentes: controle e

propriedade. Enquanto os direitos residuais relacionados à propriedade do capital permanecem com os acionistas, a tomada de decisão e, portanto, o controle, fica a cargo dos administradores da empresa.

La Porta, Lopes-de-Silanes e Shleifer (1999), em um estudo abrangendo 27 países, procurando apontar a participação acionária até o nível da pessoa física, constataram empiricamente a existência de concentração acionária na maioria dos países, inclusive nos Estados Unidos. Este achado foi o oposto do proposto por Berle e Means (1932), em que a tendência do movimento da estrutura de propriedade das empresas seria em direção ao capital pulverizado e controle disperso. Os autores também destacam que, em diversas empresas, os administradores também possuem parte da propriedade, isto é, possuem ações das companhias. Essa sobreposição de propriedade e controle impacta decisivamente os incentivos para determinadas ações gerenciais e assim alteram a relação de agência.

Jensen e Meckling (1976) incentivam a aquisição de propriedade por parte dos administradores, pois isso levaria à convergência de interesses com os demais acionistas e incorreria em menores custos de agência.

Fama e Jensen (1983) identificam um novo problema de agência decorrente das ações dos administradores. O chamado entrenchamento – situação em que o administrador detém propriedade suficiente para mantê-lo protegido no cargo – pode incentivar o surgimento do oportunismo gerencial em prol dos benefícios privados.

Schleifer e Vishny (1989) lembram que em situações com a presença de acionistas majoritários detentores de 50% das ações com direito a voto, o entrenchamento e a sobreposição de propriedade e controle fica bastante evidente, pois os acionistas controladores têm o direito de eleger o conselho de administração e, direta ou indiretamente, indicar a composição da diretoria.

2.2.1 Mecanismos para controle de capital

Bebchuk, Kraakman e Triantis (2000) comentam que, apesar da posse de 50% +1 (uma) ação dar o direito de controle aos acionistas, existem alguns tipos de arranjos societários que permitem aos proprietários também assumir o controle das empresas com frações menores do seu capital total. Os autores estabelecem em três tipos os arranjos predominantes para a separação entre controle e direitos sobre os fluxos de caixa da empresa,

que podem ocorrer de forma individual ou mista, uma vez que não aja restrições legais para isso.

Soares e Kloeckner (2005) descrevem os arranjos propostos por Bebchuk, Kraakman e Triantis (2000) da seguinte maneira:

- Lançamentos de ações com direitos diferenciados quanto ao voto – artifício bastante comum no Brasil, utilizado para separar controle e direitos sobre os fluxos de caixa sem a constituição de múltiplas empresas. Devido ao fato das ações preferenciais no país, normalmente, não possuírem direito a voto, além das características da legislação brasileira que permite o lançamento de até 2/3 deste tipo de ação, é possível assumir o controle de uma empresa com a posse de 16,67% – metade de 1/3 – do capital da empresa.
- Arranjo de pirâmides – requer mais de uma companhia para separação entre fluxos de caixa e controle. Um exemplo de pirâmide de dois níveis ocorre quando um indivíduo possui metade das ações de uma *holding* – chamada de empresa A –, que possui metade das ações de outra *holding* de segundo nível – empresa B –, que por sua vez possui metade das ações da firma a ser controlada – empresa C. Neste arranjo, o indivíduo controla a empresa C com apenas 12,5% de seu capital. No caso de uma emissão de ações desta última, o indivíduo teria que subscrever apenas 12,5% das ações para manter o controle.
- Estruturas de propriedades cruzadas – neste arranjo, as empresas possuem cada uma participação na outra. Também neste caso ocorre a separação entre direitos ao fluxo de caixa e participação no capital votante. O fato de uma empresa possuir participações na outra inutiliza para fins de controle a parcela do capital correspondente a esta situação. Assim é possível para um acionista reter o controle da empresa com uma fração menor de 50%. É importante salientar que a Lei das Sociedades Anônimas do Brasil proíbe expressamente em seu artigo 244 este tipo de arranjo.

2.2.2 Custos e benefícios do controle de capital

Claessens e Fan (2002) descrevem que a separação entre propriedade e controle tende a exacerbar ainda mais o efeito entrincheiramento, à medida que o aumento da parcela de votos e de propriedade da empresa detida pelo controlador faz com que o mesmo esteja

menos dependente e sujeito às decisões do conselho de administração e ao mercado de fusões e aquisições, permitindo a expropriação de riquezas para benefício privado, enquanto os custos seriam compartilhados entre todos os acionistas. Por outro lado, à medida que o percentual de ações detido pelo controlador cresce, ocorre o efeito alinhamento, em que aumentam os incentivos para monitoramento pelos controladores. Torna-se relevante maior comprometimento do controlador em não desvalorizar o preço dos papéis, pois reduziria substancialmente sua riqueza. Isso seria um custo muito grande e comparável com os possíveis benefícios privados de expropriação da empresa.

É importante lembrar que os tipos de estrutura de propriedade influenciam diretamente nas decisões de monitoramento da administração da empresa. Isto ocorre porque a monitoração das ações da gerência é relativamente mais onerosa para acionistas que não fazem parte da administração da empresa. Apenas os proprietários com investimento relevante terão incentivos para exercer o monitoramento da gestão. Portanto, é de se supor que empresas com estrutura de propriedade dispersa terão monitoramento mais fraco do que aquelas em que existe concentração acionária, o que faz com que a presença de um grande acionista atenua os conflitos de agência entre acionistas e administração.

La Porta, Lopes-de-Silanes e Shleifer (1999) destacam que diferentes estruturas de propriedade e controle podem proporcionar diferentes incentivos para a ação dos indivíduos envolvidos na empresa. No entanto, apesar da pulverização do capital não ser a forma de estrutura de propriedade dominante no mundo, grande parte da teoria no campo das finanças considera esta suposição. Assim, a consideração dos incentivos causados pelas diferentes estruturas de propriedade possui um potencial de exploração de estudos quanto aos temas relativos à estrutura de capital das empresas.

2.2.3 Estrutura de controle de capital no Brasil

Valadares e Leal (2000) identificaram, em investigação acerca da estrutura de capital das empresas listadas na Bovespa, que no Brasil existe predominância de concentração acionária nas empresas. Os resultados da pesquisa indicaram que 62% das companhias possui um controlador e, daquelas que não possui acionista com mais da metade do capital votante, o maior deles detém em média 32% das ações que dão direito a voto. Os autores alertam que esta particularidade do mercado brasileiro incorre em algumas diferenças em relação ao

controle corporativo nos Estados Unidos, objeto de estudo da grande maioria de teorias sobre estrutura de capital.

No mercado norte-americano a maior dispersão das ações entre acionistas minoritários diversos faz com que ocorram *takeovers*, ou seja, tomada de controle. No Brasil, a estrutura de concentração acionária existente nas empresas praticamente impossibilita a existência de tais práticas. A transferência de controle nas empresas brasileiras com a presença de controle acionário definido ocorre por meio da venda de grandes blocos de ações. Essa dificuldade para tomada de controle nas empresas brasileiras tende a contribuir para a sua ineficiência, pois não havendo possibilidade de tomada de controle por agentes externos, os administradores se mantêm acomodados e não maximizam o valor das ações.

Valadares e Leal (2000) também apontaram que 65% das empresas inseridas na amostra utilizavam ações com direitos diferenciados quanto ao voto, classificadas como ações preferenciais sem direito a voto.

Segundo Procianoy (2001), o sistema de mercado de capitais no Brasil é baseado em grupos, diferentemente do mercado norte-americano e de outros países anglo-saxões, que são mercados liberais. A estrutura de propriedade das empresas em mercados liberais tende a se apresentar mais dispersa, com grande número de acionistas e geralmente nenhum investidor sozinho possui poder suficiente para decidir o futuro de uma empresa específica. Já o sistema baseado em grupos ocorre geralmente em mercados de capitais menos desenvolvidos e com presença de maior concentração de propriedade.

De maneira mais ampla, uma pesquisa realizada pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC (2010) – destacou que no Brasil: a estrutura de propriedade apresenta uma forte concentração de ações com direito de voto nas mãos dos controladores; existe uma grande emissão de ações sem direito a voto que permite desalinhamento dos direitos de controle com os direitos sobre os fluxos de caixa; existe uma grande presença de mecanismos com estrutura piramidal e de propriedade cruzada; os acionistas minoritários são pouco ativos e seus interesses não são completamente reconhecidos; e existe alta sobreposição entre propriedade e gestão executiva.

Okimura, Silveira e Rocha (2007), em levantamento com dados de 1998 a 2002, observaram que a concentração média de votos dos acionistas nas empresas brasileiras é de 76,1%.

Segundo Valadares (2002), em levantamento realizado com as empresas listadas na Bovespa no ano 2000, a emissão de ações preferenciais é bastante comum no Brasil, ao ponto de que em média 47% do capital total emitido pelas companhias brasileiras serem oriundos de

ações preferenciais. O autor destaca que a emissão de ações preferenciais tem favorecido a manutenção do controle com pequenas participações na estrutura de propriedade das companhias brasileiras.

Dami *et al.* (2006) apontam que juntamente com a emissão de ações ordinárias e preferenciais, o controle indireto por meio de estruturas piramidais é um dos instrumentos mais utilizados para a manutenção do controle corporativo no Brasil.

Percebe-se assim que no Brasil prevalece a característica de concentração acionária na posse das ações com direito a voto. Esta constatação abre espaço de estudos para verificação dos seus impactos, inclusive sobre os riscos associados aos credores.

2.3 ESTUDOS SOBRE O AMBIENTE LEGAL PARA CONTROLE DE CAPITAL

O ambiente legal sempre ocupa lugar de destaque nas pesquisas sobre finanças corporativas. A obrigatoriedade do cumprimento das normas se apresenta como elemento imprescindível para proteção aos direitos dos investidores tanto acionistas quanto credores.

La Porta *et al.* (1998) estudaram a proteção legal aos direitos dos acionistas em diversos países e agruparam as nações de acordo com as bases dos seus sistemas legais. O primeiro grupo reuniu países baseados na Lei Comum (*Common Law*), e o segundo grupo, aqueles cujo sistema legal remonta ao direito romano em que se encontram os países baseados nos códigos civis da lei francesa, germânica e escandinava. Nos países sobre as regras da Lei Comum, predominantemente aqueles de colonização inglesa, os julgamentos são baseados na jurisprudência, verificando casos específicos que somente então são incorporados à legislação. Nos países regidos por códigos civis, a legislação a ser seguida aparece de forma escrita. Os autores encontraram uma grande diferença entre a qualidade de proteção aos investidores de acordo com o tipo de base legal vigente em cada país. Nos países baseados na Lei Comum britânica, os direitos de acionistas e credores têm sido mais protegidos. Entre os demais, apontaram menor proteção aos investidores sob a lei civil francesa, tendo como intermediárias as leis civis germânica e escandinava. Por fim, concluíram que em países com maior proteção aos investidores, o mercado financeiro e o de capital se apresentam de maneira mais desenvolvida. Isto corrobora a lógica de que os investidores tendem a aplicar seus recursos em lugares com menor chance de os mesmos serem expropriados. Esta pesquisa também apontou que entre as grandes empresas na maioria dos países estudados, o conflito de interesses que predomina ocorre entre investidores externos e o acionista controlador,

enquanto o conflito entre administradores e acionistas ocorre com maior predominância nos Estados Unidos e no Reino Unido.

Dentro dessa abordagem, a estrutura de propriedade das empresas se comporta como uma reação ao ambiente em que se encontram do ponto de vista de proteção legal. A concentração acionária ou a dispersão da propriedade e predominância de conflitos entre acionistas controladores e não controladores ou entre controladores e credores seria decorrente do nível de proteção legal existente no ambiente da empresa.

2.3.1 Ambiente legal para controle de capital no Brasil

No Brasil, os recursos disponibilizados pelos acionistas a uma sociedade anônima são computados na conta Capital Social pertencente ao patrimônio líquido. O capital social é formado pelas ações que correspondem à sua menor fração (IUDÍCIBUS, 2010). Uma das principais características da estrutura societária das empresas brasileiras é a existência de duas classes de ações, as ordinárias e as preferenciais, que conferem aos seus titulares direitos divergentes em relação ao poder de voto e a vantagens patrimoniais.

Assaf Neto (2011) descreve que as ações ordinárias nominativas – ON – possuem como principal característica o direito de voto, isto é, a capacidade de influenciar as decisões na empresa. Os detentores de ações ON deliberam sobre atividades da empresa, aprovam demonstrações contábeis, decidem sobre a destinação de resultados e são responsáveis pela eleição da diretoria e pelas alterações nos estatutos. As ações preferenciais nominativas – PN – possuem a prioridade no recebimento de dividendos, a vantagem da fixação de um dividendo mínimo ou fixo e a preferência no reembolso do capital em caso de dissolução da sociedade.

Aldrighi e Mazzer Neto (2005) enfatizam que de acordo com o artigo 15 da Lei 6.404 as empresas brasileiras podem emitir até 2/3 do seu capital na forma de ações PN sem direito a voto, facultando assim desvios entre direitos de voto e de fluxo de caixa e possibilitando que um acionista com apenas 1/6 do capital da empresa a controle.

Srouf (2001) destaca que o interesse do investidor é que determina qual o tipo de ação ele deve adquirir. Dessa maneira, aqueles interessados em direitos ao controle por meio de votos irão possuir ações ON. Enquanto que aqueles que focarem no recebimento de dividendos em detrimento do controle darão preferência as ações PN. Cabe ressaltar que em decorrência da faculdade para emissão de ações preferenciais a empresa pode adotar a

prerrogativa de emitir somente ações ordinárias. Neste caso o capital total da empresa será formado apenas por ações ON e consequentemente não haverá divergência de direitos já que todos os acionistas, majoritários e minoritários terão direitos iguais. Nessas empresas a diferença residirá na capacidade do acionista majoritário nomear os administradores e consequentemente controlar a empresa.

2.4 ESTUDOS SOBRE O MERCADO DE CRÉDITO

Brito e Martins (2011) descrevem o mercado de crédito como uma fonte de recursos fundamental para o financiamento das atividades das empresas, principalmente em países com mercado de ações pouco desenvolvido. Os autores destacam que a estrutura de financiamento das empresas é formada, além do capital subscrito pelos proprietários, pelos recursos tomados no mercado de crédito.

Li (2010) reforça que o mercado de crédito exerce papel importante na medida em que os proprietários, em geral, não dispõem de recursos suficientes para financiar todos os projetos da empresa. A autora complementa que no dimensionamento da estrutura de financiamento das empresas os créditos bancários reduzem a exposição dos proprietários ao risco do negócio e podem levar a um menor custo de capital, já que – conforme investigação realizada em 31 países entre 1991 e 2006 – os recursos próprios tendem a ser mais caros do que o recurso de terceiros.

Brito e Martins (2011) discorrem que os bancos concedem crédito para as empresas principalmente por meio de empréstimos, de financiamentos, de descontos e de repasses. Nos empréstimos, as empresas têm liberdade para aplicar os recursos tomados. Nos financiamentos, os recursos tomados têm destinação específica, como investimento em máquina ou obras civis. Nos descontos, os bancos antecipam valores que a empresa tem a receber de clientes no futuro. Por fim, os repasses se referem a recursos captados pelos credores em outras instituições financeiras, organismos internacionais e fundos oficiais do governo e transferidos aos tomadores. Segundo eles, os bancos se expõem ao risco de crédito ao conceder recursos aos tomadores. Esse risco se caracteriza pela possibilidade do tomador de recursos não honrar suas obrigações nas condições contratadas, incorrendo em perdas para o credor que podem somar parte ou até o total do capital emprestado, além dos encargos financeiros, das despesas de cobrança e do custo de oportunidade.

2.4.1 Assimetria informacional dos contratos de crédito

Para Brito e Martins (2011), os resultados obtidos pelo credor em um contrato de crédito são assimétricos em relação ao desempenho da empresa. As taxas de juros cobradas pelo credor normalmente não são atreladas à rentabilidade da empresa, portanto, mesmo que seu desempenho melhore substancialmente durante a vigência da operação, o resultado do credor não será sensibilizado. Todavia, os autores ressaltam que se o desempenho da empresa declinar e comprometer sua capacidade de pagamento das obrigações assumidas, isto refletirá em perdas para o credor. Portanto, os credores não se beneficiam pelo melhor desempenho do tomador, mas são prejudicados em caso de situação oposta. Assim, a assimetria de informação faz com que os credores fiquem atentos a possíveis eventos que impactem negativamente sobre os fluxos de caixa da empresa.

Como os administradores e proprietários possuem mais informações do que os credores sobre a capacidade da empresa de gerar fluxo de caixa e liquidar dívidas, os credores estabelecem um prêmio nas taxas de juros para compensar o risco da falta de informações completas.

Conforme Jensen e Meckling (1976), a assimetria de informações gera conflitos de interesses entre credores, administradores e proprietários. Os autores comentam que proprietários e administradores, ao controlar os fluxos de caixa da empresa, podem tomar decisões oportunistas que beneficiem seu próprio bem-estar econômico em detrimento dos interesses dos credores, como por exemplo a distribuição de elevados dividendos e de remunerações quando a empresa se aproxima de uma situação de insolvência.

Mather e Peirson (2006) destacam que a utilização de *covenants* nos contratos de crédito é uma prática usual no mercado financeiro. Os *covenants* são cláusulas contratuais que restringem as atividades do devedor ou que determinam que ele realize certas ações. Tais cláusulas têm a finalidade de proteger os interesses dos credores e representam uma garantia adicional sobre o risco de crédito do devedor. Os principais *covenants* incluídos em contratos de crédito são os limites máximos de endividamento e os limites mínimos de liquidez, de capital de giro e de cobertura de juros.

2.4.2 Proteção dos credores

La Porta *et al.* (1998), em estudo sobre os direitos dos credores em processos de liquidação e de reorganização de empresas em 49 países, encontraram indicações de que os países com sistema jurídico baseado no código civil francês, situação que ocorre no Brasil, apresentam o menor grau de proteção dos credores entre os países examinados. Criaram, então, um índice para medir o grau de proteção aos direitos dos credores. Este índice é composto por quatro fatores: poderes para os credores restringirem as ações do devedor em processos de reorganização da empresa; poderes para os credores segurados por garantias de ativos de se apossar desses bens quando o pedido de reorganização é aprovado; prioridade absoluta dos credores segurados sobre os ativos da empresa em caso de liquidação; e impossibilidade dos devedores se manterem na administração em caso de reorganização da empresa. O índice de direito dos credores varia de 0 – menor proteção – a 1 – maior proteção. No Brasil, o grau de proteção dos credores é um dos menores entre os países analisados e, juntamente com outros 8 países, os credores segurados não tinham prioridade absoluta sobre os ativos da empresa em caso de liquidação.

Brito e Martins (2011) apontam que a fraca proteção dos direitos dos credores no âmbito da legislação falimentar até 2005 decorreu dos seguintes fatores: precedência da lei das obrigações trabalhistas e fiscais sobre o Código Civil; problemas de sucessão decorrentes da transferência das dívidas fiscais e trabalhistas para compradores de empresas em liquidação; morosidade e elevado custo do processo de liquidação das empresas insolventes.

A Lei nº 11.101/2005 promoveu diversas mudanças importantes no processo falimentar brasileiro, entre elas: a criação de duas formas de reorganização – recuperação judicial e extrajudicial; a definição de um valor de crédito mínimo em 40 salários mínimos para o pedido de falência; a permissão de venda antecipada dos bens da empresa após o decreto de falência; a impossibilidade de sucessão tributária e trabalhista para o comprador da empresa falida; a prioridade que os créditos concedidos durante o processo de reorganização passam a ter em caso de falência; o fim do prazo fixo para pagamento das dívidas na reorganização; a suspensão de ações e de execuções dos credores contra o devedor por 180 dias a contar da data do deferimento da recuperação judicial e a possibilidade de utilização de outros mecanismos para recuperar a empresa, como fusões, incorporações e constituição de sociedade de credores para gerir o negócio.

Brito e Martins (2011) entendem que o principal fator que veio a aumentar o grau de proteção dos credores foi a prioridade dos créditos com garantia real em relação ao fisco, a prioridade dos créditos não segurados em relação a alguns créditos fiscais e a limitação dos créditos trabalhistas preferenciais a 150 salários mínimos. Nesta ordem, os credores com garantia real passaram a ter preferência em relação às demais obrigações do devedor, inclusive ao fisco, ficando atrás apenas dos créditos trabalhistas de até 150 salários mínimos.

Segundo Araújo e Funchal (2009), após a nova lei de falência, houve redução de 50% nos pedidos de falência, de 46% nos decretos de falência e de 60% nos pedidos de recuperação judicial. No entanto, não foi observado efeito significativo na redução do custo bancário das empresas.

Portanto, apesar dos contratos celebrados entre as partes inserir *covenants*, garantias, e serem regidos pela nova lei de falência, ainda assim persistem os riscos de expropriação de riqueza dos credores, o que reforça a importância de novos estudos nesta seara.

2.4.3 Risco de expropriação de riqueza dos credores

Entre os trabalhos que relacionam estrutura de capital e riscos de expropriação de riqueza dos investidores, surgem aqueles que avaliam esse risco refletido nos custos de endividamento. É o caso de Strahan (1999), que explora empiricamente como os bancos utilizam os termos dos contratos de empréstimos para minimizar problemas informacionais, controlar o risco de crédito e precificar os riscos remanescentes. O autor relata que empresas com maiores riscos e aquelas mais propensas a problemas de seleção adversa e *moral hazard* pagam mais pelo capital emprestado.

Graham, Li e Qiu (2008), em estudo que mede se republicações de demonstrações financeiras geram algum efeito sobre o custo de capital próprio e de terceiros, identificam que em contratos de dívida ficam explícitos esses impactos. A assimetria de informação gerada pela divulgação de demonstrações financeiras erradas leva a mudanças dos parâmetros correntes nos contratos de dívida. Os efeitos diretos das republicações são elevações nas taxas de juros dos empréstimos, e os indiretos, a redução na taxa de maturidade, a exigência de mais garantias e a inclusão de cláusulas restritivas junto aos contratos de dívida.

Chava, Livdan e Purnanandam (2009) mostram que as empresas que apresentam maior vulnerabilidade sobre os direitos dos acionistas – *takeover* – pagam taxas de juros

significativamente maiores. Segundo os autores, o *takeover*, associado à grande alavancagem, tende a elevar o risco financeiro das empresas.

Lin *et al.* (2011) examinam se a relação controle-propriedade impacta os juros cobrados pelos empréstimos. Usando uma amostra de 3.468 empresas em 22 países de 1996 a 2008, os autores apresentam que o custo de endividamento é significativamente elevado para companhias com vasta divergência entre o direito de controle e o direito de propriedade dos fluxos de caixa dos maiores acionistas.

Diversos autores consideram que o custo de endividamento é afetado pelo risco de inadimplência do tomador (STRAHAN, 1999; GRAHAM, LI, QIU, 2008; CHAVA, LIVDAN, PURNANANDAM, 2009; LIN *et al.*, 2011).

Para equalizar os riscos e custos associados aos empréstimos de recursos financeiros aos tomadores, os credores norte-americanos (STRAHAN, 1999; GRAHAM, LI, QIU, 2008; CHAVA, LIVDAN, PURNANANDAM, 2009), os credores asiáticos e os europeus (LIN *et al.*, 2011) exigem maior prêmio pelo risco assumido.

Importante destacar que, nos trabalhos citados, o risco de expropriação de riqueza dos credores é medido por meio variável explicativa custo da dívida, que abrange todos os tipos de contratos disponíveis - empréstimos bancários, descontos de duplicatas, emissões de títulos, entre outros. Ressalta-se que esta variável será detalhada na seção seguinte e no Capítulo 3, que aborda a metodologia da pesquisa.

2.5 ESTUDOS SOBRE CUSTO DE CAPITAL DE TERCEIROS

Para Assaf Neto (2009), custo de capital é a remuneração mínima esperada por acionistas e credores pelo custo de oportunidade do investimento de seus recursos em determinada empresa em vez de outra de risco semelhante, e seu cálculo é obtido pela média dos custos de captação, ponderada pela participação de cada fonte de fundos na estrutura de capital.

O custo de capital é formado pelo custo de capital próprio e pelo custo de capital de terceiros. Levando-se em conta que o interesse dessa pesquisa reflete sobre os riscos de expropriação de riqueza dos credores, o estudo segue dando maior ênfase nas explicações e discussões envolvendo o custo de capital de terceiros.

Segundo aponta Damodaran (2004), o custo de capital de terceiros, conhecido como *Ki*, da expressão em língua inglesa *capital interest*, se refere aos encargos gerados com os

empréstimos e financiamentos assumidos e mantidos pela empresa, e que estes custos são determinados pelo nível corrente das taxas de juros, pelo risco de inadimplência das empresas e pelos benefícios fiscais associados à dívida. Vários autores, ao longo dos anos, vêm propondo formas de apuração diferenciadas para o Ki . Solomon (1977) é um deles e descreve o Ki como a taxa média de juros paga pelas dívidas existentes. O autor apresenta seu cálculo conforme demonstrado pela equação 1.

Equação 1	$Ki = \frac{\text{Despesas anuais de juros}}{\text{Valor de mercado do capital de terceiros}}$
-----------	--

Van Horne (1973), outro autor que discorre sobre o Ki , propõe que o custo explícito de capital de terceiros pode ser definido pela taxa de desconto, que iguala o valor atual dos fundos recebidos pela empresa, deduzidos os custos de subscrição e outras despesas ao valor atual das saídas previstas. Estas saídas são as despesas financeiras referentes aos fundos recebidos. Portanto, o custo explícito dos financiamentos é determinado mediante a solução da equação 2.

Equação 2	$I_0 \frac{C_1}{(1+K)} + \frac{C_2}{(1+K)^2} + \dots + \frac{C_n}{(1+K)^n}$
-----------	---

Onde:

- I_0 representa o montante líquido de fundos recebidos pela firma no momento 0;
- C_t representa a saída de caixa no período t ; e,
- K representa a taxa de desconto que iguala o volume líquido de fundos recebidos de terceiros ao valor atual dos pagamentos de juros e principal, reajustando-se ao custo explícito calculado sob o efeito do pagamento de impostos.

2.5.1 Custo de capital de terceiros no Brasil

Segundo Assaf Neto (2009), o custo de capital de terceiros no Brasil tem atingido índices elevados para as empresas. O autor destaca que as elevadas taxas de juros têm inibido as empresas de trabalharem com as taxas livremente praticadas no mercado. O autor apresenta uma maneira para encontrar o Ki derivado de Solomon (1977), que é apresentada pela equação 3.

Equação 3	$Ki = \frac{\text{Despesas financeiras líquidas de impostos}}{\text{Passivo gerador destas despesas}}$
-----------	--

Bonízio (2005), em estudo sobre os padrões de consistência entre valor econômico agregado e os seus indicadores, apurou o Ki pela divisão das despesas financeiras líquidas dos impostos pelo passivo oneroso médio – de curto e longo prazos – encontrado por meio da soma dos valores iniciais e finais dos passivos onerosos do período, dividido por dois. Este cálculo pode ser visualizado pela Equação 4.

Equação 4	$Ki = \frac{DF}{PO}$
-----------	----------------------

Onde:

- Ki representa o custo líquido do capital de terceiros;
- DF representa as despesas financeiras líquidas de impostos, tendo o autor utilizado a alíquota de imposto de renda de 34%; e,
- PO representa o passivo oneroso médio.

Lima (2010), em investigação sobre o nível de *disclosure* voluntário e o custo de capital de terceiros, também apurou o Ki pela divisão das despesas financeiras líquidas pelo passivo financeiro médio encontrado por meio da média geral das médias de cada trimestre do exercício social. Este cálculo pode ser visualizado pela Equação 5.

Equação 5	$Ki = \frac{DF}{PF}$
-----------	----------------------

Onde:

- Ki representa o custo líquido do capital de terceiros;
- DF representa as despesas financeiras líquidas de impostos, tendo o autor utilizado a alíquota de imposto de renda de 34%; e,
- PF representa o passivo financeiro médio.

Queiroz, Bonízio e Barbosa (2010) utilizaram a equação proposta por Bonízio (2005) e compararam duas formas de apuração do Ki , a primeira obtida com base nas Demonstrações Contábeis e, a segunda, a partir das informações contidas nas Notas Explicativas das empresas do segmento Novo Mercado de Governança Corporativa da Bovespa. Os autores utilizaram o

teste de postos de sinais de Wilcoxon, que indicou a inexistência de evidências suficientes para afirmar que existe diferença entre as duas formas de apuração.

Bonízio (2005), Lima (2010), Queiroz, Bonízio e Barbosa (2010), em seus diferentes temas de pesquisa, calculam o Ki pela mesma forma de apuração, que é a despesa financeira líquida de IR dividido pelo passivo oneroso médio. Em todos estes estudos foi adotada a alíquota de 34% para deduzir o imposto de renda e a contribuição social. Esta forma de apuração, que se utiliza das informações contidas no Balanço Patrimonial – BP –, e na Demonstração de Resultado do Exercício – DRE –, e que é uma vertente de outras demonstradas anteriormente, é utilizada neste estudo. Para isso, é fundamental entender os itens que compõem seu cálculo. O Ki , como já demonstrado, é composto do passivo oneroso de curto prazo e longo prazo e também das despesas financeiras. Estes elementos são conceituados nas subseções que seguem.

2.5.1.1 *Passivo oneroso*

Assaf Neto (2009) apresenta o capital de terceiros formado por capital oneroso e não oneroso. Oneroso é o passivo que possui encargos financeiros, e o não oneroso são todas as obrigações que não possuem esse tipo de encargo e que surgem naturalmente com a atividade operacional da empresa. Também conhecido como passivo de funcionamento, o passivo não oneroso é compreendido, principalmente, pelos salários a pagar, encargos sociais a recolher, fornecedores, impostos e dividendos.

O passivo oneroso, item essencial deste trabalho para o cálculo do Ki , é divulgado nos *sites* da Comissão de Valores Mobiliários e da Bovespa de forma padronizada, nos seguintes formulários periódicos: Demonstrações Financeiras Padronizadas – DFP; Informações Anuais – IAN; e Informações Trimestrais – ITR. Nesses formulários, estão segregados os valores de financiamentos e debêntures, no passivo circulante (curto prazo) e no passivo exigível a longo prazo, posteriormente classificado como Não Circulante.

Iudícibus *et al.* (2010) demonstram um plano de contas com os elementos que compõem o passivo circulante e não circulante. Os autores discriminam as contas conforme o Quadro 1.

Passivo Circulante	
1.	Empréstimos e financiamentos
2.	Debêntures
3.	Fornecedores
4.	Obrigações fiscais
5.	Outras obrigações fiscais
6.	Imposto sobre a renda e contribuição social a pagar
7.	Provisões
Passivo Não Circulante	
1.	Empréstimos e financiamentos
2.	Debêntures
3.	Retenções contratuais
4.	IR e CS diferidos
5.	Resgate de partes beneficiárias
6.	Provisão para riscos fiscais e outros passivos contingentes
7.	Provisão para benefícios a empregados
8.	Refis

Quadro 1 - Detalhamento das contas do Passivo Circulante e Não Circulante
Fonte: Iudícibus *et al.* (2010, p.280)

No Quadro 1, é possível observar que o passivo oneroso é composto pela contas (1) Empréstimos e Financiamentos, e (2) Debêntures, as quais são especificadas a seguir.

2.5.1.1.1 Empréstimos e financiamentos

O Quadro 2 apresenta com detalhes os itens que compõem a conta Empréstimos e Financiamentos.

NO PASSIVO CIRCULANTE	NO PASSIVO NÃO CIRCULANTE
<ul style="list-style-type: none"> Parcela a curto prazo dos empréstimos e financiamentos Credores por financiamentos Títulos a pagar 	<ul style="list-style-type: none"> Empréstimos e financiamentos a longo prazo: <ul style="list-style-type: none"> Em moeda nacional Em moeda estrangeira Credores por financiamentos Títulos a pagar
NO PASSIVO CIRCULANTE	NO PASSIVO NÃO CIRCULANTE
<ul style="list-style-type: none"> Custos a amortizar (conta devedora) Encargos financeiros a transcorrer (conta devedora) Juros a pagar de empréstimos e financiamentos 	<ul style="list-style-type: none"> Custos a amortizar (conta devedora) Encargos financeiros a transcorrer (conta devedora) Juros a pagar de empréstimos e financiamentos

Quadro 2 - Detalhamento da conta Empréstimos e Financiamentos
Fonte: Iudícibus *et al.* (2010, p. 300)

Nas fontes de pesquisa deste estudo, todos estes itens estão alocados na conta empréstimos e financiamentos, que é analisada, juntamente com as Debêntures, como integrantes do passivo oneroso das empresas.

2.5.1.1.2 Debêntures

Gitman (2010) apresenta as debêntures como outra forma de financiamento por meio de captações de longo prazo à disposição das empresas. O autor destaca que os compradores de debêntures são credores que esperam receber juros periódicos e reembolso especificado do principal na data do vencimento. Considera, também, as debêntures como obrigações não seguradas, isto é, não possuem nenhum ativo particular empenhado como segurança contra o não pagamento. O autor afirma que os proprietários de debêntures ficam à frente dos acionistas no direito de recebimento, porém atrás dos credores garantidos.

Assaf Neto (2011) complementa que podem ser lançadas, de forma optativa ao investidor, cláusulas de conversão de debêntures em ações. O autor também argumenta que os recursos levantados na colocação de debêntures geralmente são aplicados em financiamentos de projetos, reestruturação de dívidas e reforço de capital de giro.

A Lei nº 6.404/1976, em seu artigo 56, expressa que a debênture poderá assegurar ao seu titular juros, fixos ou variáveis, participação nos lucros da companhia e prêmio de reembolso. No artigo 54 da mesma lei, é definido que a debênture terá valor nominal expresso em moeda nacional, salvo nos casos de obrigação que, nos termos da legislação em vigor, possa ter o pagamento estipulado em moeda estrangeira. Ainda, no mesmo artigo, § 1º, consta que a debênture poderá conter cláusula de correção monetária, com base nos coeficientes fixados para correção de títulos da dívida pública, na variação da taxa cambial ou em outros referenciais não expressamente vedados em lei.

Iudícibus *et al.* (2010) afirmam que a possibilidade de se converter debêntures em ações atrai os investidores, visto que as bases desta conversão são especificadas na escritura de emissão. Devido à possibilidade desta existência de conversão, o plano de contas sugerido por eles é apresentado no Quadro 3.

DEBÊNTURES	
1.	Conversíveis em ações
2.	Não conversíveis em ações
3.	Juros e participações
4.	Prêmio a amortizar
5.	Custos a amortizar (conta devedora)

Quadro 3 - Detalhamento da conta Debêntures

Fonte: Iudícibus *et al.* (2010, p.310)

O detalhamento proposto no Quadro 3 deve ser mantido tanto no Passivo Circulante quanto no Passivo não Circulante. Nos termos do inciso IV do § 8º do artigo 5 do Ofício nº 001/2007 da CVM, as debêntures conversíveis em ações devem ser especificadas no intuito de se verificar a participação acionária relevante de grupos de interesse. O objetivo é identificar se existe concentração de debêntures conversíveis nas mãos de grupos. Esta e todas as informações relevantes para os usuários entenderem a atual situação em que a empresa se encontra devem ser evidenciadas claramente nas Notas Explicativas.

De modo a completar os itens que compõem o custo de capital de terceiros, são destacadas, a seguir, as informações referentes às despesas financeiras.

2.5.1.2 Despesas financeiras

Queiroz, Bonízio e Barbosa (2010) comentam que a Lei das Sociedades por Ações não é muito clara no detalhamento dos itens que compõem as despesas financeiras. Os autores citam que o próprio artigo 187 da referida Lei informa que estas despesas devem ser deduzidas das receitas financeiras, sem esclarecer qual a forma de evidenciação.

Iudícibus *et al.* (2010) apresentam um plano de contas com os elementos que compõem as despesas financeiras e todo o grupo denominado resultados financeiros líquidos. O Quadro 4 demonstra as contas propostas pelos autores.

RESULTADOS FINANCEIROS LÍQUIDOS
1. RECEITAS E DESPESAS FINANCEIRAS
a. DESPESAS FINANCEIRAS Juros pagos ou incorridos Descontos concedidos Comissões e despesas bancárias Variação monetária prefixada de obrigações
b. RECEITAS FINANCEIRAS Descontos obtidos Juros recebidos ou auferidos Receitas de títulos vinculados ao mercado aberto Receita sobre outros investimentos temporários Prêmio de resgate de títulos e debêntures
c. RESULTADO FINANCEIRO COMERCIAL Receita financeira comercial Despesa financeira comercial
2. VARIAÇÕES MONETÁRIAS DE OBRIGAÇÕES E CRÉDITOS
a. VARIAÇÕES DE OBRIGAÇÕES Variação cambial Variação monetária passiva, exceto prefixada
b. VARIAÇÕES DE CRÉDITOS Variação cambial Variação monetária ativa
3. PIS SOBRE RECEITAS FINANCEIRAS
4. COFINS SOBRE RECEITAS FINANCEIRAS

Quadro 4 - Detalhamento das contas de Resultados Financeiros líquidos
Fonte: Iudicibus *et al.* (2010, p.514-515)

Descrita a forma de cálculo do custo da dívida e classificados os elementos que a contemplam, parte-se para o detalhamento da metodologia da pesquisa.

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

Uma vez explicitada a base teórica desse estudo, na sequência, são descritas as hipóteses testadas, além das variáveis e critérios utilizados para operacionalização das análises. Também é destacada a amostra e as fontes de dados do estudo.

3.1 MODELO PARA RELACIONAMENTO DAS VARIÁVEIS ESTUDADAS

A pesquisa procurou mensurar a existência de relação entre presença de controle acionário definido nas empresas e o risco de expropriação de riqueza dos credores. A forma para captar essa relação se deu pela utilização do custo de capital de terceiros K_i como variável explicada pelo risco de expropriação de capital dos credores. O K_i , que também pode ser chamado de custo da dívida, será apresentado predominantemente pela segunda expressão em razão de esta se adequar melhor ao contexto da corrente pesquisa. Portanto, o modelo proposto no estudo foi desenhado conforme segue.

Se,

$$\text{Risco de expropriação de riqueza dos credores} = \int (\text{Presença de controle acionário definido})$$

E,

$$\text{Custo da dívida} = \int (\text{Risco de expropriação de riqueza dos credores})$$

Logo,

$$\text{Custo da dívida} = \int (\text{Presença de controle acionário definido})$$

Onde,

- Custo da dívida representa o custo de capital de terceiros, medido pelo K_i ;
- Presença de controle acionário definido representa o percentual de ações ON do(s) acionista(s) controlador(es).

Então:

Equação 6	$K_i = , [\% \text{ ações ON do(s) controlador(es)}]$
-----------	---

3.2 AMOSTRA E COLETA DE DADOS

O universo de dados da pesquisa compreendeu as empresas de capital aberto negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa –, no período de 1997 a 2011. Foi utilizado o ano de 1997 como ponto de corte porque, somente a partir desse ano, a base de dados Economática® apresenta informações sobre percentual de participação dos principais acionistas.

Do levantamento total foram excluídas as observações que não apresentavam dados de participação percentual dos acionistas sobre as ações que dão direito a voto – ações ON. Da mesma forma foram eliminadas as observações que não apresentavam dados de custo da dívida. Também foram retiradas da amostra as observações referentes a instituições financeiras, uma vez que sua atividade principal é a concessão de crédito, e o objetivo deste estudo é verificar características da relação entre tomador e credor. Uma vez que instituições financeiras são, por essência, conessoras de crédito, entende-se que analisá-las como tomadoras pode impactar em desvios nos resultados esperados.

Assumindo que valores negativos para custo da dívida se devem à interferência de outros fatores que não apenas as despesas com pagamento de juros sobre operações financeiras, optou-se por retirar da amostra as observações que apresentaram custo da dívida negativo. Seguindo a mesma linha, foram retiradas as observações que apresentaram custo da dívida superior a 50% ao ano, pois se entende que outros fatores, que não apenas as despesas com o pagamento de juros, interferiram diretamente no cálculo desse custo apresentado pelas empresas. A amostra final foi composta por 1.912 observações.

Os dados para esta pesquisa foram retirados do banco de dados Economática® em razão de a Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, *campus* Ribeirão Preto, manter convênio para utilização da referida base, além de disponibilizá-la aos seus alunos. Foram coletados, para o período de 1997 a 2011, os seguintes dados por empresa: participação do 1º maior acionista ON, participação do 2º maior acionista ON; participação do 3º maior acionista ON e custo da dívida – K_i – obtido pela razão entre despesas financeiras líquidas de impostos sobre o passivo oneroso médio das empresas no mesmo exercício social.

3.3 DEFINIÇÃO DOS CRITÉRIOS PARA CONTROLE ACIONÁRIO DEFINIDO

Para a classificação das observações com o rótulo de presença ou não de controle acionário definido foram estabelecidas duas formas. A primeira se baseou nos estudos de Leal, Carvalhal-da-Silva e Valadares (2002) e de Soares e Kloeckner (2008) e classificou como presença de controle definido a existência de até três acionistas juntos na posse de 50% ou mais das ações com direito a voto – ações ON.

A segunda seguiu as normas do Comitê de Pronunciamento Contábil que, em seu pronunciamento técnico intitulado CPC 18 (R2), define que para ser caracterizado como controlador o investidor deve manter direta ou indiretamente 20% ou mais do poder de voto da investida, a menos que possa ser claramente demonstrado o contrário. Por outro lado, se o investidor detiver direta e indiretamente menos de 20% do poder de voto da investida, é presumível que ele não tenha influência significativa, ou seja, não detenha o controle da empresa.

Dessa forma, para verificar a presença de controle definido, adaptando-se o modelo de Soares e Kloeckner (2008), foram definidas as seguintes categorias:

- CON1: é considerada empresa com controle acionário definido aquela em que existe um acionista principal, pessoa física ou jurídica, que possui, diretamente, 50% das ações com direito a voto. Quanto às observações com valores de ON inferiores a 50%, estas são denominadas EXCON1.
- CON3: é considerada a presença de controle acionário definido quando existe a presença de um ou dois acionistas, pessoa física ou jurídica, que possuem em conjunto, diretamente 50% das ações com direito a voto. Quanto às observações com valores inferiores a 50%, estas são denominadas EXCON3.
- CON5: é considerada a presença de controle acionário definido quando existe a presença de um, dois ou três acionistas, pessoa física ou jurídica, que possuem em conjunto, diretamente, 50% das ações com direito a voto. Quanto às observações com valores inferiores a 50%, estas são denominadas EXCON5.

Para verificar a presença de controle acionário definido tomando por base as normas do CPC 18 (R2), foram definidas as seguintes categorias:

- CON2: é considerada empresa com controle acionário definido aquela em que existe um acionista principal, pessoa física ou jurídica, que possui, diretamente,

20% das ações com direito a voto. Quanto às observações com valores inferiores a 20%, estas são denominadas EXCON2.

- CON4: é considerada a presença de controle acionário definido quando existe a presença de um ou dois acionistas, pessoa física ou jurídica, que possuem em conjunto, diretamente, 20% das ações com direito a voto. Quanto às observações com valores inferiores a 20%, estas são denominadas EXCON4.
- CON6: é considerada a presença de controle acionário definido quando existe a presença de um, dois ou três acionistas, pessoa física ou jurídica, que possuem em conjunto, diretamente, 20% das ações com direito a voto. Quanto às observações com valores inferiores a 20%, estas são denominadas EXCON6.

3.4 PROPOSIÇÕES E HIPÓTESES PARA TESTE

Antes da descrição dos testes efetuados, são explicitadas, primeiramente, proposições gerais, que na sequência serão operacionalizadas sob a forma de hipóteses de teste.

Conforme apresentado no referencial teórico, os riscos associados à presença de controle acionário definido e a possibilidade de expropriação de riqueza dos credores passam, principalmente, por decisões de subinvestimento em empresas muito alavancadas (MYERS, 1977), entrincheiramento (FAMA, JENSEN, 1983), superinvestimento (JENSEN, 1986) e substituição de ativos (HARRIS, RAVIV, 1991). Além disso, os credores possuem capacidade de monitoração (JENSEN, MECKLING, 1976), além da prerrogativa de requerer a falência da empresa em casos de inadimplência (LEI Nº11.101/2005). Dessas constatações, surge a primeira proposição a ser efetuada:

Proposição 1: empresas com controle acionário definido apresentam maior custo da dívida do que empresas que não têm controle definido

Entretanto, conforme também apresentado no referencial teórico, existem argumentos contrários à proposição 1. Leland e Pyle (1977) e Anderson, Mansi e Reeb (2003) afirmam que a concentração acionária indica que o controlador acredita ter sob sua administração projetos com valor presente líquido positivo.

Claessens e Fan (2002) destacam que a presença de acionista controlador diminui o conflito entre acionistas e administradores, e reduz a possibilidade de desvalorização dos papéis da empresa já que isto resultaria em destruição de riqueza dos grandes proprietários.

Valadares (2002), por sua vez, salienta que, em decorrência dos custos de monitoramento da administração serem divididos entre controladores e credores, isto pode reduzir o custo de endividamento das empresas. A distinção do motivo de um possível menor custo de endividamento para empresas com controle acionário definido não é clara, mas justifica uma segunda proposição que toma, então, a forma de negação da proposição 1.

Proposição 2: empresas com controle acionário definido apresentam menor custo da dívida do que empresas que não têm controle acionário definido

Como as duas primeiras proposições efetuadas são contraditórias quanto ao sinal da relação, para testá-las empiricamente foi explicitada uma hipótese nula H_0 . As hipóteses alternativas, H_1' e H_1'' , correspondem às proposições 1 e 2, respectivamente:

- H_0 : a presença ou ausência de controle acionário definido não interfere no custo da dívida das empresas.
- H_1' : empresas com controle acionário definido apresentam maior custo da dívida do que empresas que não têm controle definido.
- H_1'' : empresas com controle acionário definido apresentam menor custo da dívida do que empresas que não têm controle definido.

A terceira proposição a ser tratada empiricamente parte de dois motivos: o primeiro é considerado na afirmação de que quanto maior o percentual de ações nas mãos do controlador, maior será a possibilidade de que a perda de benefícios privados do controle, decorrentes do aumento da monitoração causada pelo endividamento, seja compensada pelos fluxos de caixa oriundos de novos projetos de investimento (LELAND, PYLE, 1977; CLAESSENS, FAN, 2002; ANDERSON, MANSI, REEB, 2003). Esta proposição segue o conceito de alinhamento de interesses de Jensen e Meckling (1976), com a ressalva de que neste caso o conflito é tratado entre acionistas controladores e credores.

Proposição 3: em empresas com controle acionário definido, quanto maior o percentual de controle, menor será o custo da dívida

Por outro, o consumo de benefícios privados pelos controladores tende a elevar a percepção de risco de expropriação de riqueza dos credores e, conseqüentemente, esses investidores passam a exigir prêmios maiores pelo risco assumido (MYERS, 1977; FAMA, JENSEN, 1983; JENSEN, 1986; HARRIS, RAVIV, 1991). Apesar da impossibilidade de distinção dos motivos, uma quarta proposição pode ser suscitada de forma a contradizer a terceira.

Proposição 4: em empresas com controle acionário definido, quanto maior o percentual de controle, maior será o custo da dívida

Da mesma forma que as duas primeiras, a terceira e a quarta proposições são contraditórias quanto ao sinal da relação estudada, o que suscitou, para o seu teste conjunto, uma única hipótese nula H_0 . As hipóteses alternativas H_1' e H_1'' visam ao teste das proposições 3 e 4, respectivamente:

- H_0 : em empresas com controle acionário definido, não existe relação entre o percentual de ações detido pelo controlador e o custo do endividamento.
- H_1' : em empresas com controle acionário definido, a relação entre o percentual de ações detido pelo controlador e o custo do endividamento é negativa.
- H_1'' : em empresas com controle acionário definido, a relação entre o percentual de ações detido pelo controlador e o custo do endividamento é positiva.

Uma vez efetuadas as proposições e explicitadas as hipóteses para os testes estatísticos, a seguir estes são descritos.

3.5 TESTES EFETUADOS

Siegel e Castellan (2006) discorrem que os testes não paramétricos ou de distribuição livre têm sido amplamente utilizados em substituição aos testes paramétricos usuais, em especial quando as pressuposições do modelo não se verificam, ou seja, quando os dados provenientes de um experimento não possuem normalidade ou homogeneidade de variâncias ou em situações em que a aplicação de testes paramétricos não é possível ou se torna muito

complicada, seja pela falta de informações a respeito da forma da distribuição da população, seja pela dificuldade de obtenção de estimativas confiáveis dos parâmetros populacionais.

Kendall e Stuart (1952) estabeleceram os termos distribuição livre – *distribution-free* – e não paramétrico de formas distintas: não paramétrico é a descrição do problema, e distribuição livre é o método usado para resolver o problema. Entretanto, Siegel e Castellan (2006) comentam que, atualmente, os termos não paramétrico ou distribuição livre para designar um teste são usados indistintamente. Os métodos não paramétricos são relacionados ao desenvolvimento de procedimentos de inferência estatística que não fazem qualquer suposição explícita sobre a forma da distribuição dos dados, tendo, portanto, menores exigências.

Kendall e Stuart (1952) descrevem que a base dos testes não paramétricos está na ordenação – *ranks* – dos dados, e não em seu valor intrínseco, e na aleatorização, em que se consideram todas as possíveis permutações – rearranjos – dos dados. Se, por um lado, perde-se em precisão na troca dos valores da variável por seus respectivos postos, por outro, ganha-se em eficiência e facilidade no entendimento dos resultados.

Este trabalho utilizou dois procedimentos estatísticos não paramétricos: o teste *U* de Mann-Whitney, utilizado para averiguar as proposições 1 e 2; e o teste de Kruskal-Wallis com comparações múltiplas entre grupos, para checar as proposições 3 e 4.

O objetivo da utilização de testes não paramétricos foi o de proporcionar maior robustez ao tratamento estatístico, uma vez que eles são menos restritivos que os testes paramétricos, dado que não existem pressupostos quanto às distribuições estatísticas.

3.5.1 Teste I – *U* de Mann-Whitney

Siegel e Castellan (2006) descrevem o teste *U* de Mann-Whitney, como uma prova não paramétrica para comparar duas amostras independentes. Na presente pesquisa, os grupos foram formados por empresas com a presença de controle acionário definido e empresas sem a presença de controle acionário definido. Neste tipo de teste não se exigiu que as amostras tivessem o mesmo tamanho.

O teste I foi utilizado para a verificação das hipóteses relativas às proposições 1 e 2, consistindo no teste *U* de Mann-Whitney. Siegel e Castellan (2006) afirmam que o teste *U* é uma poderosa prova não paramétrica extremamente útil como alternativa à medida paramétrica *t*, quando o pesquisador deseja evitar as suposições exigidas por este último teste.

Siegel (1956) comenta que Mann e Whitney demonstraram que, conforme o incremento nas observações de n_1 – número de observações do menor grupo de teste – e n_2 – número de observações do maior grupo de teste –, a distribuição amostral U tende rapidamente para a distribuição normal, com média $\mu u = \frac{n_1 n_2}{2}$, e desvio padrão $\sigma u = \sqrt{\frac{n_1 n_2 (n_1 + n_2 + 1)}{12}}$. Assim, quando n_2 é maior que 20, pode-se determinar a significância de um valor observado de U mediante $z = \frac{U - \mu u}{\sigma u}$.

Para a realização dos testes, os dados foram separados em empresas com controle acionário definido e empresas sem controle definido. Conforme definidos anteriormente, foram comparados os seguintes grupos: CON1 *versus* EXCON1; CON3 *versus* EXCON3; CON5 *versus* EXCON5; CON2 *versus* EXCON2; CON4 *versus* EXCON4; CON6 *versus* EXCON6. É importante salientar que cada empresa, em cada ano, corresponde a uma observação.

Partindo então da definição das categorias, foi realizado o teste U entre estas e o indicador de custo da dívida Ki . O sinal da relação foi verificado por meio da média dos *ranks*, ou seja, considerou-se que a relação foi positiva quando a subamostra na qual o controle foi definido apresentou um *rank* médio maior do que o grupo onde não existia definição de controle. O teste U foi efetuado com auxílio do pacote estatístico SPSS®.

O indicador de custo da dívida utilizado no teste parte daqueles utilizados por Bonízio (2005), Lima (2010), Queiroz, Bonízio e Barbosa (2010), e apresenta-se calculado da seguinte forma:

Equação 7	$Ki = \frac{DF(1-IR)}{PO \text{ médio}}$
-----------	--

Onde,

- Ki representa o custo da dívida das empresas;
- DF representa a despesa financeira oriunda dos passivos onerosos das empresas; e,
- PO médio representa a soma do passivo oneroso inicial mais o final dividido por 2 (dois).

3.5.2 Teste II – Kruskal-Wallis com comparações múltiplas entre grupos

Skillings (1983) apresenta o teste de Kruskal-Wallis como bastante eficaz na comparação de k tratamentos independentes quando as suposições paramétricas não forem atendidas. Ele indica se há diferença entre pelo menos dois deles. Assim como a maioria dos testes não paramétricos, este também dispõe as respostas dos tratamentos que serão comparados na forma de postos. Quanto maior a diferença entre a soma dos postos, maior será a evidência de que exista diferença entre eles. Mesmo não precisando da exigência de normalidade ou de outra distribuição qualquer para as populações estudadas, o teste exige que a distribuição dos erros seja a mesma para todos os níveis.

No presente estudo, este segundo teste teve por objetivo a verificação empírica das hipóteses relacionadas às proposições 3 e 4, tomando a forma de um teste não paramétrico de Kruskal-Wallis. Novamente a razão para a escolha de um teste não paramétrico foi a baixa exigência quanto a quaisquer parâmetros da amostra.

Siegel (1956) argumenta que a análise de variância por meio de *ranks* de Kruskal-Wallis, visa a decidir se diversas amostras independentes são oriundas de populações diferentes. Cada uma das observações é substituída pelo seu *rank*. Assim, todos os valores de cada uma das k amostras são ordenados. O menor valor recebe o *rank* 1, o seguinte, o *rank* 2, sucessivamente, até o maior que recebe o *rank* N, sendo N o número total de observações.

A partir da ordenação das observações, a soma dos *ranks* de cada amostra é computada, e o teste de Kuskal-Wallis determina se há discrepâncias em tais somas que levem à conclusão de que as amostras não são oriundas da mesma população. O teste prevê que, se a hipótese nula de que as amostras pertencem à mesma população for verdadeira, então a estatística do teste (H) possui uma distribuição qui-quadrado.

A estatística H pode ser calculada por meio da seguinte fórmula:

Equação 8	$H = \frac{12}{N(N-1)} \sum_{j=1}^k \frac{R_j^2}{n_j} - 3(N+1)$
-----------	---

Onde:

- k representa o número de amostras;
- n_j representa o número de casos na j -ésima amostra;
- N representa o número de casos de todas as amostras combinadas;
- R_j representa a soma dos *ranks* da j -ésima amostra.

Grinstein e Michaely (2005), e Soares e Kloeckner (2005) serviram de base para a realização do teste Kruskal-Wallis neste trabalho. Assim como eles, o desenvolvimento estatístico dessa pesquisa subdividiu arbitrariamente os critérios da amostra - CON1, CON3, CON5, CON2, CON4 e CON6 - em quintis com percentuais de controle acionários para a realização do teste.

Skillings (1983) comenta que o motivo da divisão em quintis é o de considerar que a classificação em cinco diferentes grupos proporciona ao mesmo tempo um número razoável de observações em cada grupo, e uma quantidade de grupos que permite a diferenciação entre os mesmos. O teste foi realizado, então, por meio do pacote estatístico SPSS®, verificando a ordenação dos *ranks* em cada quintil, indicando a existência ou não de diferenças significativas estatisticamente entre os quintis, denotando que são oriundos de populações diferentes.

O passo seguinte foram as comparações múltiplas entre os grupos de quintis identificados pelo teste Kruskal-Wallis. As comparações múltiplas foram utilizadas de maneira complementar ao teste de Kruskal-Wallis de modo a verificar entre que pares de tratamentos existe diferença significativa.

Siegel e Castellan (2006) argumentam que os processos não paramétricos empregados nas comparações múltiplas são, geralmente, menos eficientes que seus concorrentes do campo paramétrico. Mas, sabendo-se que as amostras estudadas violaram os pressupostos de normalidade e homogeneidade das variâncias, o teste de comparação múltipla se apresentou como a única alternativa na busca de um resultado fidedigno. Além disso, Skillings (1983) também afirma que, para grande número de amostras, o teste de Kruskal-Wallis com comparações múltiplas entre grupos se apresenta como o de maior poder empírico.

Para a realização do teste, foram considerados os seis diferentes critérios para definição de controle acionário já mencionados anteriormente: CON1, CON3, CON5, CON2, CON4 e CON6. Cada um deles foi dividido em cinco grupos formados por cinco quintis. O indicador de custo da dívida utilizado no Teste II foi o mesmo citado para o teste I.

4 ANÁLISE DOS DADOS

Este capítulo é composto pela apresentação dos resultados dos testes não paramétricos U de Mann-Whitney, e Kruskal-Wallis com comparações múltiplas entre grupos.

4.1 TESTE U DE MANN-WHITNEY

A seguir, são apresentados os testes U de Mann-Whitney, para comparar os grupos amostrais presença de controle acionário definido – grupo 1 –, e ausência de controle acionário definido – grupo 2 –, separadamente sob cada um dos 6 (seis) critérios de controle acionário definido – CON1, CON3, CON5, CON2, CON4, e CON6.

O resumo dos testes U efetuados pode ser visualizado na Tabela 1.

Tabela 1 - Resumo do teste U de Mann-Whitney

Definição de controle	Variável	Soma dos ranks para EXCON	Soma dos ranks para CON	Sinal da relação	U	Z ajustado	P ajustado	Z	p	N EXCON	N CON
CON1	Ki	1010208,00	818620,00	Negativo	424792,00	2,474	0,013	2,475	0,013*	1025	887
CON3	Ki	540665,50	1288163,00	Positivo	347656,50	2,133	0,032	2,133	0,032*	541	1371
CON5	Ki	326617,50	1502211,00	Positivo	237365,50	2,061	0,039	2,061	0,039*	322	1590
CON2	Ki	249096,00	1579732,00	Positivo	177757,00	2,691	0,007	2,691	0,007**	238	1674
CON4	Ki	35034,00	1793794,00	Indefinido	33168,00	0,182	0,854	0,182	0,850	36	1876
CON6	Ki	5960,00	1822868,00	Indefinido	3590,00	0,955	0,339	0,955	0,339	5	1907

* Sig. a 5%

** Sig. a 1%

O primeiro teste na tabela é aquele em que se utilizou CON1 como critério para a definição de empresa com controle acionário definido. Percebe-se que o indicador de custo da dívida Ki testado apresentou resultado de p significativo 5%. O sinal da relação se apresentou negativo para o relacionamento entre custo da dívida e existência de controle acionário definido.

A segunda linha da tabela apresenta o teste U de Mann-Whitney para a definição de empresa controlada baseada no critério CON3. Pode-se visualizar que o indicador de custo da dívida Ki apresentou p significativo a 5%, e o sinal da relação entre custo da dívida e existência de controle acionário definido foi positivo.

A terceira linha da tabela apresenta o teste U de Mann-Whitney para a definição de empresa controlada baseada no critério CON5. Pode-se visualizar que o indicador de custo da

dívida K_i apresentou p significativo a 5%, e o sinal da relação entre custo da dívida e existência de controle acionário definido foi positivo.

A quarta linha da tabela apresenta o teste U de Mann-Whitney para a definição de empresa controlada baseada no critério CON2. Pode-se visualizar que o indicador de custo da dívida K_i apresentou p significativo a 1%, e o sinal da relação entre custo da dívida e existência de controle acionário definido foi positivo.

A quinta linha da tabela apresenta o teste U de Mann-Whitney para a definição de empresa controlada baseada no critério CON4. Pode-se visualizar que o indicador de custo da dívida K_i não apresentou resultado de p inferior a 5%, o que demonstra não haver diferenças significativas entre os *ranks* para os grupos compostos por CON4 e EXCON4.

A sexta linha da tabela apresenta o teste U de Mann-Whitney para a definição de empresa controlada baseada no critério CON6. Pode-se visualizar que o indicador de custo da dívida K_i não apresentou resultado de p inferior a 5%, o que demonstra não haver diferenças significativas entre os *ranks* para os grupos compostos por CON6 e EXCON6.

O teste U de Mann-Whitney confirmou relações importantes sobre o custo da dívida diante da existência de controle acionário definido. A variável custo da dívida foi significativa para o grupo com controle acionário definido pelo percentual de 50% ou mais de participação nas ações ON, representado pelos critérios CON1, CON3 e CON5. Para o grupo com controle acionário definido a partir de 20% ou mais das ações com direito a voto, o critério CON2 apresentou significância a 5%.

Também o sinal da relação apresentou diferenças: para o critério CON1, a relação entre custo da dívida e existência de controle acionário apresentou sinal negativo, ou seja, a existência de controle acionário definido implica menor custo da dívida. Para os critérios CON3, CON5 e CON2, o sinal da relação foi positivo, indicando que a presença de controle acionário definido implica maior custo da dívida.

O fato de o custo da dívida ter se mostrado significativamente diferente no grupo no qual o controle acionário era definido, em relação ao grupo em que não existe definição de controle em quatro das seis observações, sugere a relevância do controle para a estrutura de capital das empresas.

4.2 TESTE KRUSKAL-WALLIS COM COMPARAÇÕES MÚLTIPLAS ENTRE GRUPOS

A seguir, são apresentadas as tabelas e resultados dos testes de Kruskal-Wallis para a relação entre presença de controle acionário definido, representado pelos critérios CON1, CON3, CON5, CON2, CON4 e CON6, e suas relações com o custo da dívida.

Tabela 2 - Teste *one way* ANOVA, de Kruskal-Wallis, para o critério CON1

Kruskal-Wallis ANOVA: H (4, N= 887) =12,8395 p =0,0121		
Quintis	N	Soma dos <i>ranks</i>
primeiro	191	91342,50
segundo	164	76863,00
terceiro	180	70283,50
quarto	174	77016,00
quinto	178	78323,00

Tabela 3 - Comparação múltipla utilizando teste *one way* ANOVA, de Kruskal-Wallis, para o critério CON1

Comparação múltipla; Kruskal-Wallis test: H (gl=4, N= 887) =12,8395 p =0,0121					
Quintis	primeiro	segundo	terceiro	quarto	quinto
primeiro					
segundo	1,0000				
terceiro	0,0097	0,0468			
quarto	1,0000	1,0000	0,5550		
quinto	1,0000	1,0000	0,6728	1,0000	

A Tabela 2 mostra o teste Kruskal-Wallis para CON1 como critério para a definição de empresa com controle acionário definido. Percebe-se que o indicador de custo da dívida *Ki* testado apresentou resultado de *p* significativo 5%, o que indica a existência de diferenças entre os grupos representados pelos cinco quintis. A Tabela 3 apresenta a comparação múltipla entre os grupos de CON1. Nela pode ser visto que as diferenças significativas estão localizadas na comparação entre primeiro e terceiro, e segundo e terceiro quintis. Percebe-se haver um decréscimo na soma dos *ranks* do primeiro para o segundo quintil e, novamente do segundo para o terceiro quintil. Isto indica que o sinal da relação se apresentou negativo para o relacionamento entre custo da dívida e existência de controle acionário definido CON1.

Tabela 4 - Teste *one way* ANOVA, de Kruskal-Wallis, para o critério CON3

Kruskal-Wallis ANOVA: H (4, N= 1371) =4,706082 p =0,3188		
Quintis	N	Soma dos <i>ranks</i>
primeiro	178	78613,50
segundo	177	76300,00
terceiro	178	82424,00
quarto	186	86553,50
quinto	168	69937,00

A Tabela 4 mostra o teste Kruskal-Wallis para CON3 como critério para a definição de empresa com controle acionário definido. Percebe-se que o indicador de custo da dívida K_i testado não apresentou resultado de p significativo 5%. Portanto, não foi possível afirmar que existem diferenças entre os grupos representados pelos cinco quintis. Consequentemente, o teste de comparação múltipla de grupos não foi realizado para o critério de controle acionário CON3.

Tabela 5 - Teste *one way* ANOVA, de Kruskal-Wallis, para o critério CON5

Kruskal-Wallis ANOVA: H (4, N= 1590) =66,28769 p <0,001		
Quintis	N	Soma dos <i>ranks</i>
primeiro	180	70361,5
segundo	177	71618,0
terceiro	175	100817,5
quarto	178	69824,0
quinto	177	81207,0

Tabela 6 - Comparação múltipla utilizando teste *one way* ANOVA, de Kruskal-Wallis, para o critério CON5

Comparação múltipla; Kruskal-Wallis test: H (gl=4, N= 1590) =12,83954 p =0,0121					
Quintis	primeiro	segundo	terceiro	quarto	quinto
primeiro					
segundo	1,0000				
terceiro	0,0000	0,0000			
quarto	1,0000	1,0000	0,0000		
quinto	0,1229	0,4667	0,0001	0,1443	

A Tabela 5 mostra o teste Kruskal-Wallis para CON5 como critério para a definição de empresa com controle acionário definido. Percebe-se que o indicador de custo da dívida K_i testado apresentou resultado de p significativo 5%, o que indica a existência de diferenças entre os grupos representados pelos cinco quintis.

A Tabela 6 apresenta a comparação múltipla entre os grupos de CON5. Nela pode ser visto que as diferenças significativas estão localizadas na comparação entre primeiro e terceiro, segundo e terceiro, e terceiro e quarto quintis. Percebe-se haver um acréscimo na soma dos *ranks* do primeiro para o segundo quintil e, do segundo para o terceiro quintil. No entanto, do terceiro para o quarto quintil ocorre redução na soma dos *ranks*. Isto indica que o sinal da relação se apresentou de forma ambígua, sendo positivo nos três primeiros quintis e negativo no quarto quintil para o relacionamento entre custo da dívida e existência de controle acionário definido CON1.

Tabela 7 - Teste *one way* ANOVA, de Kruskal-Wallis, para o critério CON2

Kruskal-Wallis: H (gl 4, N= 1674) =7,966230 p =0,0928		
Quintis	N	Soma dos <i>ranks</i>
primeiro	336	292256,0
segundo	303	248997,0
terceiro	346	305518,0
quarto	354	283081,0
quinto	335	272123,0

A Tabela 7 mostra o teste Kruskal-Wallis para CON2 como critério para a definição de empresa com controle acionário definido. Percebe-se que o indicador de custo da dívida *Ki* testado não apresentou resultado de *p* significativo 5%. Portanto, não foi possível afirmar que existem diferenças entre os grupos representados pelos cinco quintis. Consequentemente, o teste de comparação múltipla de grupos não foi realizado para o critério de controle acionário CON2.

Tabela 8 - Teste *one way* ANOVA, de Kruskal-Wallis, para o critério CON4

Kruskal-Wallis ANOVA: H (gl 4, N= 1876) =10,89574 p =0,0278		
Quintis	N	Soma dos <i>ranks</i>
primeiro	377	372130,5
segundo	378	331088,0
terceiro	371	363404,5
quarto	366	342330,5
quinto	384	351672,5

Tabela 9 - Comparação múltipla utilizando teste *one way* ANOVA, de Kruskal-Wallis, para o critério CON4

Comparação múltipla; Kruskal-Wallis test: H (4, N= 1876) =10,89574 p =0,0278					
Quintis	primeiro	segundo	terceiro	quarto	quinto
primeiro					
segundo	0,0480				
terceiro	1,0000	0,0885			
quarto	1,0000	1,0000	1,0000		
quinto	0,6957	1,0000	1,0000	1,0000	

A Tabela 8 mostra o teste Kruskal-Wallis para CON4 como critério para a definição de empresa com controle acionário definido. Percebe-se que o indicador de custo da dívida *Ki* testado apresentou resultado de *p* significativo 5%, o que indica a existência de diferenças entre os grupos representados pelos cinco quintis. A Tabela 9 apresenta a comparação múltipla entre os grupos de CON4. Nela pode ser visto que as diferenças significativas estão localizadas na comparação entre primeiro e segundo quintis. Percebe-se haver um decréscimo na soma dos *ranks* do primeiro para o segundo quintil. Isto indica que o sinal da relação se apresentou

negativo para o relacionamento entre custo da dívida e existência de controle acionário definido CON4.

Tabela 10 - Teste *one way* ANOVA, de Kruskal-Wallis, para o critério CON6

Kruskal-Wallis ANOVA Kruskal-Wallis test: H (4, N= 1907) =32,90909 p <0,001		
Quintis	N	Soma dos <i>ranks</i>
primeiro	385	380710,5
segundo	385	340680,5
terceiro	296	267226,0
quarto	460	489527,5
quinto	381	341133,5

Tabela 11 - Comparação múltipla utilizando teste *one way* ANOVA, de Kruskal-Wallis, para o critério CON6

Comparação múltipla Kruskal-Wallis test: H (4, N= 1907) =32,90909 p =<0,001					
Quintis	primeiro	segundo	terceiro	quarto	quinto
primeiro					
segundo	0,0879				
terceiro	0,4318	1,0000			
quarto	0,4764	0,0000	0,0008		
quinto	0,1879	1,0000	1,0000	0,0000	

A Tabela 10 mostra o teste Kruskal-Wallis para CON6 como critério para a definição de empresa com controle acionário definido. Percebe-se que o indicador de custo da dívida *Ki* testado apresentou resultado de *p* significativo 5%, o que indica a existência de diferenças entre os grupos representados pelos cinco quintis.

A Tabela 11 apresenta a comparação múltipla entre os grupos de CON6. Nela pode ser visto que as diferenças significativas estão localizadas na comparação entre segundo e quarto, terceiro e quarto, e quarto e quinto quintis. Percebe-se haver um acréscimo na soma dos *ranks* do terceiro para o quarto quintil. No entanto, do segundo para o terceiro quintil, e do quarto para o quinto quintil ocorre redução na soma dos *ranks*. Isto indica que o sinal da relação se apresentou de forma ambígua, sendo positivo no quarto quintil e negativo no terceiro e quarto quintis para o relacionamento entre custo da dívida e existência de controle acionário definido CON6.

5 RESULTADOS ENCONTRADOS

5.1 TESTE *U* DE MANN-WHITNEY

Conforme utilizado em diversos estudos (STRAHAN, 1999; GRAHAM; LI; QIU, 2008; CHAVA; LIVDAN; PURNANANDAM, 2009; LIN *et al.*, 2011), o custo da dívida neste trabalho é a variável operacional utilizada para medir a percepção de risco de expropriação de riqueza dos credores. O sinal positivo para custo da dívida indica percepção de maior risco de expropriação de riqueza dos credores. A Tabela 1 mostra que a presença de controle acionário causa maior percepção de risco para os credores. Isto pode ser verificado pelo sinal positivo dos testes *U* de Mann-Whitney, observados sobre os critérios CON3, CON5 e CON2. Tais critérios informam que a presença de até dois ou três acionistas no controle de 50% ou mais das ações que dão direito ao voto está relacionado com maior custo da dívida dessas empresas em relação às demais que não se enquadram nos critérios CON3, CON5 e CON2.

A percepção de risco de expropriação de riqueza de terceiros reduz somente em empresas as quais existe apenas um acionista na posse de 50% ou mais das ações ON. Isto pode ser visto pelo sinal negativo da relação entre custo da dívida e o critério CON1. No entanto, ao considerar a presença de um único acionista no controle das ações ON, mas reduzindo o critério de controle acionário para 20% ou mais das ações ON, novamente os credores enxergam maior risco de expropriação de riqueza de terceiros.

5.2 TESTE KRUSKAL-WALLIS COM COMPARAÇÕES MÚLTIPLAS ENTRE GRUPOS

O teste de Kruskal-Wallis com comparações múltiplas entre grupos foi utilizado para verificar a existência e sinal da relação dentro do corte amostral composto exclusivamente pelas observações que atendem aos critérios de controle acionário CON1, CON3, CON5, CON2, CON4 e CON6.

Conforme demonstrado pelas Tabelas 2 e 3, dentro do grupo composto por cinco quintis de empresas cujo principal acionista detém 50% ou mais das ações ON, foram encontradas evidências em duas comparações múltiplas apontando relação negativa entre percentual de participação na posse das ações que dão direito ao voto e custo da dívida. Isto

mostra haver uma redução na percepção de risco de expropriação de riqueza dos credores à medida que o principal acionista aumente a concentração de ações ON.

Conforme demonstrado pelas Tabelas 8 e 9, dentro do grupo composto por cinco quintis de empresas cujos dois principais acionistas detêm 20% ou mais das ações ON, foram encontradas evidências em uma comparação múltipla apontando relação positiva entre percentual de participação na posse das ações que dão direito a voto e custo da dívida. Isto mostra haver elevação na percepção de risco de expropriação de riqueza dos credores à medida que os dois principais acionistas aumentem a concentração de ações ON. No entanto, é preferível considerar esta afirmação com parcimônia, tendo em vista que uma evidência em quatro comparações não dá condições de generalização deste resultado.

Conforme demonstrado pelas Tabelas 5 e 6, dentro do grupo composto por cinco quintis de empresas cujos três maiores proprietários possuam juntos 50% ou mais das ações ON, foram encontradas evidências ambíguas do impacto sobre o custo da dívida. Para uma concentração acionária entre o primeiro e o terceiro quintil, a percepção de risco de expropriação de riqueza dos credores é positiva. No entanto, para concentração acionária entre o quarto e o quinto quintil, os credores apontam uma percepção negativa de risco de expropriação de riqueza. Portanto, é preferível considerar esta interpretação com parcimônia, tendo em vista a impossibilidade de generalização deste resultado.

Conforme demonstrado pelas Tabelas 10 e 11, dentro do grupo composto por cinco quintis de empresas cujos três maiores proprietários possuam juntos 20% ou mais das ações ON, também foram encontradas evidências ambíguas do impacto sobre o custo da dívida. Para uma concentração acionária entre o primeiro e o terceiro quintil, a percepção de risco de expropriação de riqueza dos credores é negativa. No entanto, para concentração acionária entre o quarto e o quinto quintil, os credores apontam uma percepção positiva de risco de expropriação de riqueza. Portanto, é preferível considerar esta interpretação com parcimônia, tendo em vista a impossibilidade de generalização deste resultado.

5.3 RESPOSTAS PARA AS PROPOSIÇÕES EFETUADAS

Proposição 1: empresas com controle acionário definido apresentam maior custo da dívida do que empresas que não têm controle definido.

O teste U de Mann-Whitney identificou que sob os critérios de controle acionário definido CON3, CON5 e CON2 a proposição 1 é verdadeira.

Assim, de maneira geral, empresas com a presença de dois ou três acionistas no controle de 50% ou mais das ações que dão direito ao voto apresentam maior percepção de risco de expropriação de riqueza de terceiros do que aquelas as quais dois ou três acionistas juntos possuem menos de 50% das ações ON.

Da mesma forma, empresas com a presença de um acionista principal no controle de 20% a 50% – exclusive – das ações que dão direito ao voto apresentam maior percepção de risco de expropriação de riqueza de terceiros do que aquelas as quais o principal acionista possui menos de 20% das ações ON.

Proposição 2: empresas com controle acionário definido apresentam menor custo da dívida do que empresas que não têm controle acionário definido.

O teste U de Mann-Whitney identificou que sob o critério de controle acionário definido CON1 a proposição 2 é verdadeira.

Assim, empresas com a presença de um acionista principal no controle de 50% ou mais das ações que dão direito ao voto apresentam menor percepção de risco de expropriação de riqueza de terceiros do que aquelas as quais o principal acionista possui menos de 50% das ações ON.

Proposição 3: em empresas com controle acionário definido, quanto maior o percentual de controle, menor será o custo da dívida.

O teste Kruskal-Wallis com comparações múltiplas entre grupos identificou que sob o critério de controle acionário definido CON1, a proposição 3 é verdadeira.

Assim, em empresas cujo principal acionista detém 50% ou mais das ações com direito a voto, à medida que a concentração acionária aumenta, a percepção de risco de expropriação de riqueza de terceiros diminui.

Também foi encontrado que o critério CON6 se adequa parcialmente à proposição 3. Isso se deve porque, apesar de a maior parte das comparações múltiplas estarem de acordo com esta proposição – 2 em 4 –, foi observada resposta inversa em um quarto delas.

Proposição 4: em empresas com controle acionário definido, quanto maior o percentual de controle, maior será o custo da dívida.

O teste Kruskal-Wallis com comparações múltiplas entre grupos apresentou adequação parcial para as seguintes afirmações:

- em empresas cujos dois principais acionistas juntos detêm 20% ou mais das ações ON, à medida que a concentração acionária aumenta, também cresce a percepção de risco de expropriação de capital de terceiros. No entanto, é preferível considerar esta afirmação com parcimônia, tendo em vista que uma evidência em quatro comparações não dá condições de generalização deste resultado.
- em empresas cujos três maiores acionistas juntos detêm 50% ou mais das ações ON, à medida que a concentração acionária aumenta, também cresce a percepção de risco de expropriação de capital de terceiros. No entanto, é preferível considerar esta afirmação com parcimônia. Isso porque duas entre quatro comparações múltiplas apresentaram respostas alinhadas à proposição 4. No entanto, uma entre quatro comparações múltiplas encontrou resultado divergente.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo procurou observar se existe relação entre concentração acionária definida e risco de expropriação de riqueza dos credores. A mensuração desta relação se deu pela variável percentual das ações ON indicando presença ou ausência de controle acionário definido, e pelo custo da dívida K_i indicando o risco de expropriação de riqueza dos credores.

A resposta para o objetivo principal foi apresentada por meio da estatística não paramétrica do teste U de Mann-Whitney. A base amostral pesquisada apresentou indícios, com significância estatística de 5%, que empresas com um único principal acionista na posse de 20% até 50% – exclusive – das ações ON tendem a aumentar a percepção de risco sobre o capital de terceiros.

O grupo de empresas observado também apontou que a presença de dois ou três acionistas juntos na posse de 50% ou mais das ações ON pode aumentar a percepção de risco sobre o capital de terceiros.

Estes achados seguem a maioria dos estudos teóricos e empíricos publicados (MYERS, 1977; FAMA, JENSEN, 1983; JENSEN, 1986; HARRIS, RAVIV, 1991; SOARES, KLOECKNER, 2005; OKIMURA *et al.*, 2007) os quais afirmam que concentração acionária aumenta o risco sobre os credores.

Por outro lado, o teste U de Mann-Whitney apresentou, com significância estatística de 5%, que empresas com um único acionista principal na posse de 50% ou mais das ações com direito a voto tendem a apresentar menor percepção de risco de expropriação de riqueza dos credores do que as demais. Este achado vai de encontro aos estudos de Leland e Pyle (1977), Claessens e Fan (2002), e Valadares (2002), Anderson, Mansi e Reeb (2003).

Assim, em resposta ao objetivo principal proposto, foram encontradas indicações de que empresas com a presença de controle acionário definido tendem a apresentar maior risco de expropriação de riqueza de terceiros do que as demais. A única exceção a esta relação ocorreu em empresas em que o controle é exercido por apenas um acionista, que detém 50% ou mais das ações ON. Nesse caso, concentração acionária impacta em menor risco de expropriação de riqueza dos credores.

A resposta para o objetivo secundário foi apresentada por meio da estatística não paramétrica do teste Kruskal-Wallis com comparações múltiplas entre grupos. Foi encontrado na base amostral observada, com significância estatística de 5%, que em empresas com um único acionista na posse de 50% ou mais das ações que dão direito a voto, à medida que esse

principal acionista aumenta a participação no controle, o custo da dívida, variável explicativa de risco de expropriação de riqueza de terceiros, tende a diminuir.

Para os demais critérios de controle acionário definido, foram encontradas evidências ambíguas. Isto pode ser entendido como adequações parciais às proposições testadas.

Portanto, baseado nos resultados encontrados, existem indícios que, para empresas com a presença de um único acionista na posse de 50% ou mais das ações que dão direito a voto, os bancos entendem que a concentração acionária sinaliza que o controlador acredita ter sob sua administração projetos economicamente rentáveis. Por esta razão o risco percebido pelas instituições credoras tende a ser menor em empresas sob este patamar de controle acionário quando comparado às demais.

Um argumento complementar para esta constatação reside no fato que, à medida que o percentual de ações detido pelo controlador cresce, ocorre o alinhamento de interesses entre credores e controladores, na medida em que os últimos apresentam maior comprometimento em não desvalorizar o preço dos papéis, pois reduziria substancialmente sua riqueza.

Outra justificativa para os resultados leva em conta que controlador e credores são detentores da maior parte do capital investido pelas companhias. Por esta razão, ambos têm interesse em dividir os custos de monitoramento da administração das empresas. Com isto, o prêmio exigido pelos credores passa a ser menor, o que impacta em redução no custo de endividamento das empresas com a presença de um único acionista controlador com 50% ou mais das ações ON.

A primeira contribuição apresentada neste trabalho está na modelagem utilizada para a verificação da relação entre controle acionário e risco de expropriação de riqueza dos credores na medida em que não foram encontradas publicações anteriores utilizando as variáveis estabelecidas nesta pesquisa para explorar, junto às empresas brasileiras, a relação causal citada. Os principais estudos anteriores procuraram identificar os fatores determinantes do custo de endividamento por meio das variáveis que medem as características das empresas, tais como, tamanho do ativo, rentabilidade, alavancagem, *rating* de crédito entre outras. Apenas em estudos internacionais recentes as variáveis de propriedade e controle das empresas passaram a ser relacionadas aos custos da dívida das empresas.

A segunda contribuição está calcada na produção de quatro proposições teóricas, apresentadas ao longo do estudo. Passíveis de serem testadas empiricamente, tais proposições dão condições de se apresentar inferências sobre as características reais encontradas na relação causal explorada.

A terceira contribuição reside no fato de que a apresentação de resultados empíricos obtidos no ambiente econômico brasileiro proporciona novos entendimentos sobre as características da estrutura de propriedade e do mercado de crédito nacional. Tais achados podem ser úteis tanto para incitar novas pesquisas sobre o ambiente brasileiro, quanto para realizar outras comparações com ambientes internacionais e questionamentos sobre a aplicação direta no Brasil de teorias produzidas levando em consideração outros mercados.

Portanto, acredita-se que o presente estudo cumpre a proposta de investigação apresentada ao não encontrar evidências que permitam descartar a ideia de que existe relação entre controle acionário definido e risco de expropriação de riqueza dos credores.

6.1 LIMITAÇÕES DA PESQUISA

A seguir, são apresentadas as limitações desta pesquisa. Sabe-se que estas reduzem o poder dos resultados encontrados, mas servem como contribuição para estudos futuros com controles mais robustos.

A primeira consideração feita diz respeito à qualidade dos dados utilizados na amostra da pesquisa. Os dados foram retirados da base Economática®, que é alimentada pelas informações que as sociedades anônimas apresentam à Comissão de Valores Mobiliários – CVM. O fato de não haver consistência na divulgação externa dos dados acionários e das demonstrações contábeis das empresas registradas na CVM impactou em grande redução amostral por ausência de dados ou apresentação de valores incorretos. Mesmo buscando as informações procuradas diretamente nos *sites* das companhias, percebe-se que os problemas de ausência ou inconsistência de dados permanecem. Dessa forma, o estudo foi realizado apenas com os dados disponíveis.

Outro aspecto é que a base Economática® disponibiliza apenas dados de controle direto. Ao não serem considerados os critérios de controle acionário indireto, ficam elevados os percentuais médios de participação acionária encontrados. No entanto, o uso do critério direto aumenta a robustez dos testes na medida em que aumenta a base amostral pesquisada.

A baixa exigência da CVM quanto aos dados divulgados pelas empresas pode ter provocado um viés de seleção na amostra. Ao se descartar dados ausentes ou incompletos, pode-se presumir que a amostra restante estaria composta em sua maioria por empresas com melhores práticas de governança corporativa, já que estas tendem a disponibilizar ao público

informações mais completas e consistentes. Com isso podem ter sido excluídas da base empresas com maior potencial de expropriação de credores.

O fato de não serem excluídos do cálculo do *Ki* os recursos subsidiados pelo governo pode ter impactado nos valores encontrados para o custo da dívida das empresas. No entanto, em decorrência da dificuldade de segregação destes dados nas fontes utilizadas, preferiu-se desprezar esta potencial interferência.

O uso de dados de despesas financeiras líquidas do imposto de renda e do passivo oneroso médio diretamente retirado das demonstrações contábeis das empresas também pode ser motivo de críticas daqueles que condicionam a utilização desta metodologia apenas mediante os ajustes pelas informações contidas nas Notas Explicativas. O critério de manter a apresentação do *Ki* pela primeira opção foi com base em trabalhos que também o utilizaram (BONÍZIO, 2005; LIMA 2010). Além disso, Queiroz, Bonízio e Barbosa (2010), ao comparar as duas formas de levantamento do *Ki*, não encontraram evidências que desabonassem a utilização da primeira em relação à segunda.

Como última consideração, cabe ressaltar a escolha pelo uso da estatística não paramétrica para a verificação das proposições apresentadas. As variáveis analisadas não apresentaram distribuições normais, todavia preferiu-se manter a base amostral do tamanho e forma proposto e assim utilizar testes estatísticos não paramétricos, de modo a proporcionar maior robustez aos procedimentos estatísticos da pesquisa. Além disso, se por um lado se perde precisão na troca dos valores das variáveis por seus respectivos postos, por outro ganha-se eficiência e facilidade de entendimento dos resultados.

6.2 SUGESTÕES PARA ESTUDOS FUTUROS

As limitações da pesquisa suscitadas na seção anterior já sinalizam para a realização de estudos futuros. Assim, pesquisas utilizando bases de dados mais completas e consistentes, com a inclusão de critérios de controle acionário indireto, segmentadas por presença ou ausência de melhores práticas de governança corporativa, e com uso de outros métodos de cálculo do risco de expropriação de riqueza de terceiros, por exemplo, justificam a continuidade deste estudo.

Além disso, um ponto a ser considerado em outras pesquisas é a inclusão de variáveis não enfocadas no presente estudo. No tocante à estrutura de capital, a sugestão é para serem observadas a participação nos direitos sobre os fluxos de caixa e separação entre

direitos de controle e de remuneração. Também podem ser destacadas as características de identidade dos controladores, como controle familiar, estatal, estrangeiro, por instituições financeiras e por outros grupos empresariais.

Outro aspecto interessante é o de comparar os fatores determinantes da estrutura de capital entre empresas com e sem a presença de controle acionário definido, como por exemplo, *rating* de crédito, alavancagem financeira, tamanho do ativo, rentabilidade, valor, volatilidade e expectativa de crescimento.

Por fim, as características da dívida também podem trazer respostas interessantes na análise da relação entre estrutura de propriedade e risco de crédito. Assim, variáveis como valor de emissão, maturidade, garantias atreladas e *covenants* podem ser incluídas na exploração dessa relação causal.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALDRIGHI, D.; MAZZER NETO, R. A estrutura de propriedade e controle das empresas de capital aberto no Brasil. **Revista de Economia Política**. São Paulo, v. 25, n. 2, p. 115-137, 2005.

ANDERSON, R.; MANSI, S.; REEB, D. Founding-family ownership and the agency cost of debt. **Journal of Financial Economics**, v. 68, p. 263-285, 2003.

ARAÚJO, A.; FUNCHAL, B. A nova lei de falências brasileira: primeiros impactos. **Brazilian Journal of Political Economy**. São Paulo, v. 29, n. 3, p. 191-212, 2009.

ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. 4.ed. São Paulo: Atlas, 2009.

_____. **Mercado Financeiro**. 10 ed. São Paulo: Atlas, 2011.

BEBCHUK, L.; KRAAKMAN, R.; TRIANTIS, G. Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: the creation and agency costs of separating control from cash flow rights. **Harvard Law and Economics Discussion Paper**, n. 249, p. 295-315, 2000.

BERLE, A.; MEANS, G. **The modern corporation & private property**. 4.ed. New Brunswick, NJ: Transaction Publishers, 2002. [Original publicado em 1932 por Harcourt, Brace & World].

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. **Ofício Circular nº 001**, de 20.03.2007. Orientações gerais sobre procedimentos a serem observados pelas companhias abertas. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/atos/oficios/OF-CVM-SEP-01-2007.asp>>. Acesso em: 26 agosto 2013.

_____. Comitê de Pronunciamentos Contábeis. **Pronunciamento técnico CPC 18 (R2)**, Brasília, 07.dez.2012. Investimento em Coligada, em Controlada e em Empreendimento Controlado em Conjunto. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/mostraOrientacao.php?id=92>>. Acesso em: 26 agosto 2013.

_____. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em: 26 agosto 2013.

_____. Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005. Regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresarial. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 9 fev. 2005. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/lei/111101.htm>. Acesso em: 26 agosto 2013.

BONÍZIO, R. **Análise da sensibilidade do valor econômico agregado: um estudo aplicado nas empresas de capital aberto no Brasil**. 2005. 115 f. Tese (doutorado em Ciências Contábeis), Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

BRITO, G.; MARTINS, E. Conservadorismo Contábil e o Custo do Crédito Bancário no Brasil. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 11., 2011, São Paulo. **Anais**, São Paulo, USP, 2011.

CHAVA, S.; LIVDAN, D.; PURNANANDAM, A. Do shareholder rights affect the cost of bank loans? **Review of Financial Studies**, v.22, p. 2973-3004, 2009.

CLAESSENS, S.; FAN, J. Corporate governance in Asia: a survey. **International Review of Finance**, v. 3, n. 2, p. 71, 2002.

DAMI, A.; ROGERS, P.; RIBEIRO, K.; MENDES-DA-SILVA, W. **Estrutura de propriedade no Brasil**: evidências empíricas no grau de concentração acionária. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 6., 2006, São Paulo. **Anais...** Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis FEA/USP, São Paulo, 2006.

DAMODARAN, A. **Finanças corporativas: teoria e prática**. 2 ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.

FAMA, E.; JENSEN, M. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 301-325, 1983.

GITMAN, L. **Princípios de Administração Financeira**. 12.ed. São Paulo: Person Education Br: 2010.

GRAHAM, J.; LI, S.; QIU, J. Corporate misreporting and bank loan contracting. **Journal of Financial Economics**, v. 89, p. 44-61, 2008.

GRINSTEIN, Y.; MICHAELY, R. Institutional holdings and payout policy. **Journal of Finance**, v. 60, n. 3, p. 1389-1426, 2005.

HARRIS, M.; RAVIV, A. The theory of capital structure. **Journal of Finance**, v. 45, n. 2, p. 321-349, 1991.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA - IBGC. **Panorama da governança corporativa no Brasil**, 2010. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/Pesquisas.aspx>>. Acesso em: 26 agosto 2013.

IUDÍCIBUS, S. **Teoria da contabilidade**, 10 ed. São Paulo: Atlas, 2010.

IUDÍCIBUS, S.; MARTINS, E.; GELBCKE, E.; SANTOS, A. **Manual de contabilidade societária**. FIPECAFI – Fundação Instituto der Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras, FEA/USP. São Paulo: Atlas, 2010.

JENSEN, M. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. **American Economic Review**, v.76, n.2, p. 323-339, 1986.

_____; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v.3, n. 4, p. 305-360, 1976.

KENDALL, M.; STUART, A. **The advanced theory of statistics**. London: Charles Griffin, v. 2. 1952, 690 p.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. **Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

_____; _____; _____; VISHNY, R. Law and finance. **Journal of Political Economy**, v.106, n.4, p. 1113-1155, 1998.

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.

LELAND, H.; PYLE, D. Informational asymmetric financial structure and financial intermediation. **The Journal of Finance**, v. 32, p. 371-387, 1977.

LI, X. Accounting conservatism and cost of capital: an international analysis. **Working Papers Series**, Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1261971>>. V. 6, 2010. Acesso em: 26 agosto 2013.

LIMA, A. Nível de evidenciação x custo da dívida das empresas brasileiras. **Revista Contabilidade & Finanças**, USP, v. 20, n.49, p.95-108, 2010.

LIN, C.; MA, Y.; MALATESTA, P.; XUAN, Y. Ownership structure and the cost of corporate borrowing. **Journal of Financial Economics**, v. 100, p.1-23, 2011.

MATHER, P.; PEIRSON, G. Financial covenants in the markets for public and private debt. **Accounting and Finance**. Victoria, v.46, n.2, p.285-307, 2006.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. the cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. **American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 262-297, 1958.

MYERS, S. Determinants of corporate borrowing. **Journal of Financial Economics**, v.5, n.2, p. 147-175, 1977.

_____; MAJLUF, N. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, v. 13, n. 2, p. 187-221, 1984.

OKIMURA, R.; SILVEIRA, A.; ROCHA, K. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. **Revista Administração Contemporânea**, RAC-Eletrônica. Rio de Janeiro, v.1, n.1, p. 119-135, 2007.

PEREIRA, S. **Análise da relação entre valor e alavancagem no mercado brasileiro**. In: ENANPAD, 24., **Anais**, Florianópolis, 2000.

PROCIANOY, J. Brazil company partnership models. **International Review of Financial Analysis**, v. 10, p. 307-322, 2001.

_____; CASELANI, C. Emissão de ações como fonte de crescimento ou fator de redução do risco financeiro: resultados empíricos. **Revista de Administração**, v.32, n.3, p.70-81, 1997.

_____; KRAMER, R. Estruturas de capital: um enfoque sobre a capacidade máxima de utilização dos recursos de terceiros das empresas negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo. In: LEAL, R., COSTA JR., N., LENG RUBER, E. **Finanças corporativas**. São Paulo: Atlas, p. 58-77, 2001.

QUEIROZ, L.; BONIZIO, R.; BARBOSA, M. Custo de capital de terceiros em empresas do segmento novo mercado de governança corporativa da Bovespa: uma comparação de formas de apuração. In: CONGRESSO BRASILEIRO DE CUSTOS, XVII, 2010, Belo Horizonte. Sustentabilidade além da mensuração de custos. Belo Horizonte: Associação Brasileira de Custos, 2010. p. 37.

ROSS, S. The determination of financial structure: the incentive signaling approach. **Bell Journal of Economics**, v.8, 23-40, 1977.

SCHLEIFER, A.; VISHNY, R. Management entrenchment: the case of manager specific investments. **Journal of Financial Economics**, v. 25, p. 461-488, 1989.

SHYAM-SUNDER, L.; MYERS, S. Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. **Journal of Financial Economics**, v. 51, p. 219-244, 1999.

SIEGEL, S. **Nonparametric statistics for the behavioral sciences**. New York: McGraw-Hill Book Company, Inc., 1956.

_____; CASTELLAN, N. **Estatística não-paramétrica para as ciências do comportamento**. 2.ed. Porto Alegre: Bookman, 2006.

SIMON, H. **Administrative behavior**: a study of decision-making processes in administrative organizations. New York: The Free Press, 1945.

SKILLINGS, J. Nonparametric approaches to testing and multiple comparisons in a one-way ANOVA. **Commun Stat – Simul. Comput.**, v. 12, n. 4, p. 373-387, 1983.

SOARES, R.; KLOECKNER, G. **Controle acionário definido e endividamento**: uma abordagem multi-método. In: CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, V., 2005, São Paulo. **Anais**, v. 1. p. 1-15, 2005.

_____; _____. Endividamento em firmas com alta propensão à expropriação: o caso de firmas com um controlador. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 4, art. 6, p. 79-93, 2008.

SOLOMON, E. **Teoria de administração financeira**. Traduzido por José Ricardo Brandão Azevedo. 3. ed. Rio de Janeiro: Zahar, 1977.

SROUR, G. **Práticas diferenciadas de governança corporativa**: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS – SBFIN. 2., 2001, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: SBFIN, 2001.

STRAHAN, P. Borrower risk and the price and nonprice terms of bank loans. **Federal Reserv Bank of New York Staff Report**, v. 90, 1999. Disponível em: <http://app.ny.frb.org/research/staff_reports/sr90.pdf>. Acesso em: 26 agosto 2013.

TERRA, P. Estrutura de capital e os fatores macroeconômicos na America Latina. **Revista de Administração USP**, São Paulo, v. 42, n. 2, p. 192-204, 2007.

VALADARES, S. Estrutura de controle e propriedade de empresas brasileiras. In: BONONO, M. **Finanças aplicadas ao Brasil**. Rio de Janeiro: FGV, 2002.

_____; LEAL, R. Ownership and control structure of Brazilian companies. **Abante**, v. 3, n. 1, p. 29-56, 2000.

VAN HORN, J. **Administración Financiera**. Buenos Aires: Ediciones Contabilidad Moderna, 1973.