



Incentivo e Controle nas Decisões de Alavancagem de Empresas Brasileiras

BRUNO JOSÉ CANASSA

Universidade de São Paulo

LUCAS ALLAN DINIZ SCHWARZ

Universidade de São Paulo

MAURICIO RIBEIRO DO VALLE

Universidade de São Paulo

Resumo

A teoria da agência sugere que o nível ótimo de alavancagem de uma empresa para seus gestores seria diferente do ótimo para os acionistas. Além disso, os gestores, que têm discricionariedade para determinar a alavancagem, teriam motivos tanto para aumentá-la, quanto para diminuí-la. Contudo, espera-se que mecanismos de incentivo e controle aproximem suas decisões ao ótimo esperado pelos acionistas. Sendo assim, esse trabalho investigou a associação entre mecanismos de incentivo e controle e a alavancagem de empresas brasileiras. Especificamente, testou se o efeito de gestores com salários anormalmente altos e do percentual de ações detidas pelo principal acionista majoritário sobre a alavancagem de 93 empresas brasileiras listadas em bolsa de valores no período entre 2013 e 2019. Os resultados de regressões com dados em painel, embora mistos quando comparados os modelos envolvendo alavancagem a valor contábil e a valor de mercado, sugerem haver algum efeito dos mecanismos de incentivo e controle sobre a alavancagem. Quando isolados, a remuneração alta a gestores e o percentual de ações do principal acionista majoritário têm efeito positivo sobre a alavancagem, o que pode sinalizar comprometimento por parte dos gestores e a importância de grandes acionistas para funções como monitoramento. Por sua vez, o efeito quando interagidos é negativo, o que pode decorrer de possível congruência parcial entre ambos para evitar dificuldades financeiras. Os resultados para essa decomposição de incentivo e controle são novos na literatura brasileira, e sugerem, para a prática, maior monitoramento sobre decisões tomadas para alavancagem para que não reflitam oportunismos gerenciais.

Palavras-chave: Alavancagem, Incentivo, Controle, Remuneração, Grandes acionistas.



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

1 Introdução

Decisões sobre a alavancagem das empresas não são imunes ao conflito de agência (Booth, Aivazian, Demircug-Kunt, & Maksimovic, 2001; Rajan & Zingales, 1995). Um gestor pode usar sua discricionariedade para executar um nível de alavancagem ótimo para si, mas que não é, necessariamente, ótimo para os acionistas (Morellec, Nikolov, & Schürhoff, 2012; Novaes, 2003). Motivos estão em suas próprias expectativas. Enquanto acionistas querem maximizar sua riqueza, gestores podem querer buscar segurança no cargo, regalias e maior remuneração (Zwiebel, 1995). Para alcançar seus objetivos privados, gestores podem ter incentivos tanto para aumentem quanto para diminuir a alavancagem (Morellec, 2003; Berger, Ofek, & Yermack, 1997; Harris & Raviv, 1991; Stulz, 1988; Jensen & Meckling, 1976).

Gestores, entretanto, não tomam decisões indiscriminadamente. Existem mecanismos nas empresas para alinhar decisões dos gestores ao esperado pelos acionistas. Exemplos são os conjuntos de mecanismos de governança corporativa e controle (Morellec et al., 2012; Garvey & Hanka, 1999; Berger et al., 1997). Pesquisas sobre alavancagem no Brasil, contudo, têm dado pouca atenção a esses mecanismos. As pesquisas têm se pautado por níveis de qualidade de governança corporativa, cujo efeito sobre a alavancagem se dá tanto, ou mais, como garantia aos próprios credores e acionistas do que como incentivo na tomada de decisão dos gestores (Pinheiro, Vasconcelos, De Luca, & Crisóstomo, 2017; Junqueira, Soares, Bressan, & Bertucci, 2017; Fonseca, Veneo, Silveira, & Hiratuka, 2016; Silveira, Perobelli, & Barros, 2008).

Sendo assim, foi objetivo desse trabalho investigar a associação entre a alavancagem e mecanismos de incentivos e controle nas empresas brasileiras. Especificamente, a remuneração dos gestores e o percentual de ações ordinárias do principal acionista da empresa. Desta forma, esse trabalho se distingue das pesquisas nacionais anteriores pois aborda mecanismos cujo efeito é direto sobre a decisão de alavancagem dos gestores. Também se distingue de Berger et al. (1997), sobre governança corporativa e controle em empresas norte-americanas, e trabalhos como Procianny e Schnorrenberger (2004), sobre estrutura de propriedade e de capital, por considerar a congruência parcial entre gestores e acionistas. Mesmo quando estão em conflito, ambos preferem evitar credores (Dewatripont & Tirole, 1994; Aghion & Bolton, 1992).

Foram coletados dados de 92 empresas brasileiras, utilizados para análises através de regressões *pooled*, *between*, e em painel com efeitos aleatórios. Os resultados sugerem associação positiva entre a alavancagem, principalmente quando calculada considerando valor de mercado do capital social, e ambos os mecanismos de incentivo, existindo uma moderação negativa quando esses mecanismos são interagidos. Inferências incluem o uso da alavancagem como sinalização aos acionistas (Zwiebel, 1995), a eficácia do monitoramento e controle de um grande acionista na empresa (Shleifer & Vishny, 1997), e a possível congruência parcial entre gestores e acionista principal contra credores e, possivelmente, acionistas minoritários e preferenciais (Masulis, Wang, & Xie, 2009; Claessens, Djankov, Fan, & Lang, 2002).

Assim, esse trabalho acrescenta à literatura ao decompor o efeito de incentivo e controle existentes dentro das empresas sobre a decisão de alavancagem, algo que ainda não havia sido explorado para o caso brasileiro. Por sua vez, o efeito moderador não havia sido investigado pela literatura em geral. Para a prática, sugere-se monitoramento sobre decisões de alavancagem para que não sejam utilizadas oportunisticamente pela gestão, pois o risco dessa decisão, que é atribuído aos acionistas, persiste por vários anos (Lemmon, Roberts, & Zender, 2008).

Esse trabalho está estruturado da seguinte maneira. As duas próximas seções apresentam um quadro teórico sobre conflito de agência e alavancagem, com o intuito de criar um arcabouço teórico para inferências sobre os resultados. Depois, os métodos são descritos. Por fim, são apresentados e interpretados os resultados e, depois, estão as considerações finais.



2 Conflitos de agência e alavancagem

Conflitos de agência e alavancagem têm sido associados desde Jensen e Meckling (1976). Conflitos podem existir entre gestores e acionistas e entre gestores (e, muitas vezes, acionistas) e credores. É importante ressaltar que, mesmo que os acionistas detenham autoridade formal dentro da empresa, a autoridade real sobre decisões envolvendo políticas de financiamento costuma estar com os gestores (Aghion & Tirole, 1997; Aghion & Bolton, 1992). Acionistas definem *ex-ante* o que seria o nível ótimo alavancagem da empresa, e delegam as decisões para executar esse nível ótimo aos gestores (Novaes, 2003; Berger et al., 1997).

Para Harris e Raviv (1991), são três os motivos que gestores têm para tomar decisões de alavancagem que os beneficiem, mas não os acionistas. O primeiro trata da busca dos gestores por regalias, como tratado por Jensen e Meckling (1976). Sob essa lógica, gestores com participação na propriedade preferem diminuir a alavancagem pois, com isso, diminuem sua participação na estrutura de propriedade e suas regalias consumidas têm menor efeito sobre seus retornos como acionistas. O segundo, de Jensen (1986) e Stulz (1990), assume que gestores preferem diminuir a alavancagem para aumentar o fluxo de caixa livre da empresa e continuar investindo em projetos com valor presente líquido negativo, mas que os beneficiam. Ambos os autores assumem que a estrutura de propriedade é pulverizada entre diversos acionistas pequenos, o que não costuma ocorrer no Brasil (Ross, Westerfield, Jaffe, & Lamb, 2015, p.13). Por fim, Harris e Raviv (1991) apontam que gestores preferem diminuir a alavancagem para não incentivar a liquidação da empresa mesmo quando isso for vantajoso aos acionistas.

Também existem motivos para sugerir que gestores aumentariam a alavancagem. Jensen e Meckling (1976) apontam que gestores podem transferir risco aos credores, que têm pouco, ou nenhum, controle da empresa. Se o projeto for bem-sucedido, os credores recebem o retorno de seu investimento com alguma remuneração na forma de juros, enquanto gestores e acionistas recebem todo o restante. Se não for bem-sucedido, os credores continuam com direito sobre o prometido em contrato, podendo ter que buscar na justiça o que lhes foi prometido, enquanto a responsabilidade de gestores e acionistas costuma ser restrita às suas participações na empresa. Um outro cenário está na substituição de ativos. Os gestores podem oferecer ativos como garantia aos credores, aumentando a alavancagem e, depois, os substituir por outros de menor valor, retendo para si o lucro da substituição. Se a empresa for liquidada, os credores recebem valores menores do que o prometido (Diamond, 1989). No Brasil, ações oportunistas contra credores podem ser incentivadas pela fraca proteção legal que têm (Booth et al., 2001).

3 Mecanismos de incentivo e decisão sobre a alavancagem

Gestores podem determinar a estrutura de capital, escolhendo aquela que maximize suas regalias. Os acionistas têm pouco poder de decisão sobre a alavancagem após fundarem a empresa. Contudo, mecanismos de incentivo e controle podem alinhar as decisões gerenciais ao esperado pelos acionistas (Shleifer & Vishny, 1997). Órgãos como o Conselho de Administração, remuneração por desempenho, a existência de grandes acionistas na estrutura de propriedade e mesmo o mercado de controle corporativo são alguns desses mecanismos (Tirole, 2006; Hart, 1995; Jensen & Murphy, 1990). A estrutura de capital também é um mecanismo de disciplina, pois os acionistas têm autoridade formal sobre a gestão, e quando têm poucos incentivos para monitorar os gestores, como nos casos de estrutura de propriedade pulverizada, os bancos podem os substituir no monitoramento (Ang, Cole, & Lin, 2000; Berger et al., 1997).



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

De fato, gestores buscam ter maior autoridade na empresa e se manter em seus cargos tanto quanto, ou mesmo mais, do que aumentar seus consumos de regalias. Para diminuir o risco de demissão e barganhar por poder, é comum que se envolvam em projetos de conhecimento específico, gerenciem o resultado e a distribuição de dividendos, ou mesmo façam *lobby* por cláusulas contratuais que lhes sejam favoráveis (Armour, 2020; Lambrecht, & Myers, 2012; Bebchuk, Cohen, & Ferrell, 2009; Gompers, Ishii, & Metrick, 2003; Fudenberg & Tirole, 1995; Edlin & Stiglitz, 1995; Shleifer & Vishny, 1989). Isso também inclui escolher a estrutura de capital que lhes seja ótima, em uma decisão que envolve o *trade-off* entre maximizar o consumo de regalias, como foi apresentado na seção anterior, e diminuir a disciplina recebida (Morellec et al., 2012; Novaes, 2003; Morellec, 2003; Zwiebel, 1995).

Nesse contexto, Novaes (2003) e Zwiebel (1995) sugerem a preferência dos gestores por aumentar a alavancagem. Para o primeiro autor, isso ocorre, pois, devido ao risco da empresa entrar em dificuldades financeiras há menor probabilidade de tomada de controle, e substituição da gestão, em empresas muito alavancadas. Para o segundo autor, aumentar a alavancagem seria uma forma de sinalizar comprometimento aos acionistas. Ambos se pautam, porém, no mercado norte-americano, onde a estrutura de propriedade costuma ser pulverizada e tomadas de controle são comuns. Novaes (2003), por exemplo, indica que se o risco de tomada de controle for pequeno, como no Brasil, os gestores terão preferência em diminuir a alavancagem para diminuir, também, o risco de sua falência (e perda de sua reputação).

Evidências de estudos empíricos corroboram Novaes (2003)¹ e Zwiebel (1995). Berger et al. (1997) encontrou menor alavancagem em empresas com Conselhos de Administração menores e menos independentes, com remuneração dos gestores pouco sensível ao desempenho e sem opção de ações, e com gestores detendo parcelas pequenas da propriedade. Também foi identificado o aumento da alavancagem após choques inesperados diminuam a segurança dos gestores em seus cargos. Já Garvey e Hanka (1999) trazem evidências de associação negativa entre as chamadas cláusulas de entrincheiramento, que diminuem a probabilidade de tomada de controle, e a alavancagem. Ou seja, gestores preferem assumir o risco de falência do que o de tomada de controle; na ausência desse último, tomam decisões para mitigar o primeiro.

A decisão sobre a alavancagem também depende da congruência dos gestores com os acionistas (Aghion & Tirole, 1997). Por exemplo, gestores podem optar por diminuir a alavancagem caso tenham confiança do principal acionista da empresa², que possivelmente escolheu o gestor para o cargo, se isso beneficiar ambos. De fato, Dewatripont e Tirole (1994) sugerem a existência de uma congruência, no mínimo parcial, entre gestores e acionistas quanto aos credores. Isso ocorre porque os credores sempre têm o direito de receber o que lhes foi prometido em contrato, enquanto os custos de dificuldades financeiras incidem sobre gestores e acionistas (Tirole, 2006; La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2002; 1998). Acionistas aceitariam as regalias pelos gestores caso não coloquem a empresa em dificuldades financeiras. Já os gestores não aumentariam a alavancagem para diminuir o risco de falência (Novaes, 2003). Gestores e acionistas em congruência parcial optariam por aumentar a alavancagem caso o *payoff* de ações oportunistas contra os credores seja muito elevado.

Para o grande acionista, diminuir a alavancagem pode implicar em diluição da estrutura de propriedade e alguma perda de poder de voto dentro da empresa (Shleifer & Vishny, 1997; Stulz, 1988). Embora isso pareça, à primeira vista, lhe ser prejudicial, existem evidências de grandes acionistas ordinários preferindo aumentar seus benefícios privados ao controle mesmo que isso diminua o valor da empresa (Masulis et al., 2009; Claessens et al., 2002, La Porta et al., 2002). Como diluir a estrutura de propriedade não implica, necessariamente, na perda de controle efetivo desse acionista sobre a empresa, diminuir a alavancagem lhe permite aumentar o consumo de benefícios privados às custas dos acionistas minoritários (Jensen & Meckling,

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

1976). É plausível sugerir que o grande acionista proteja gestores que não alavanquem a empresa, diminuindo o risco de dificuldades financeiras e aumentando a margem de ambos para consumo de benefícios privados. Em empresas dentro desse cenário, tomadas de controle só ocorreriam se o principal acionista pessoalmente entrar em dificuldades financeiras.

Apontados todos esses cenários teóricos, esse trabalho investigou a associação entre a alavancagem e mecanismos de incentivo e controle das empresas brasileiras. Especificamente, nesse trabalho foi testada a associação da alavancagem aos mecanismos em si e a esses mecanismos sob possível congruência do gestor com o principal acionista da empresa.

4 Métodos

4.1 Dados e amostra

Esse trabalho utilizou dados da Comissão de Valores Imobiliários (CVM), da base de dados Thomson Reuters e do *website* Yahoo Finanças. Na CVM foram coletados dados de governança corporativa, como a remuneração dos gestores, tamanho e composição do Conselho de Administração. Na Thomson Reuters foram coletados dados financeiros como os totais em dívida, tamanho do ativo, e valor de mercado do capital próprio. No Yahoo Finanças foram obtidos dados “de mercado” como o retorno das ações de cada empresa e o retorno de mercado. Foram coletados dados para o período entre 2013 e 2019. O limite em 2013 se deve a disponibilidade de dados da CVM, enquanto o limite em 2019 se deve à Covid-19, que teve efeito sobre mercados e empresas; o limite em 2019 visou evitar esse efeito nas análises. Todos os dados financeiros foram atualizados pelo IGP-M para 2019, último ano com dados.

A amostra final desse trabalho compreende 92 empresas que dão origem a 454 observações. Para tal, foram considerados algumas situações e critérios. Nem todas as empresas brasileiras listadas têm dados completos nas bases da CVM. Das 356 empresas com dados financeiros na Thomson Reuters no período, apenas 291 continuaram após *matching* com os dados da CVM.² Dessas 291 empresas, foram removidas aquelas dos segmentos financeiro e utilidades, como de praxe na literatura (Frank & Goyal, 2009; Booth et al., 2001; Rajan & Zingales, 1995), sobrando 203 empresas. Seguindo Berger et al. (1997), foram removidas empresas com menos de quatro observações no período analisado. Esse tratamento, importante para algumas variáveis utilizadas nesse trabalho, diminuiu a amostra para 180 empresas. Dessas, foram removidas 11 empresas com patrimônio líquido negativo, chegando a 169 empresas. Se a empresa teve patrimônio líquido negativo em ao menos um ano, todas as suas observações foram removidas. Por fim, foram removidas 97 empresas sem dados sobre o percentual de ações do principal acionista, chegando, assim, a amostra final do trabalho.

4.2 Construção de variáveis

4.2.1 Alavancagem

Seguindo Rajan e Zingales (1995), Berger et al. (1997), Booth et al. (2001) e Frank e Goyal (2009), foram utilizadas duas medidas para alavancagem. A primeira, em (1), é a alavancagem a valor contábil, e a segunda, em (2), é a alavancagem a valor de mercado.

$$Alavancagem(\text{Contábil})_{it} = \frac{Dívida\ Total(\text{Contábil})_{it}}{Ativo\ Total(\text{Contábil})_{it}} \quad (1)$$

$$Alavancagem(\text{Mercado})_{it} = \frac{Dívida\ Total(\text{Contábil})_{it}}{Dívida\ Total(\text{Contábil})_{it} + \text{Capital}\ Social(\text{Mercado})_{it}} \quad (2)$$

Onde a alavancagem da empresa i no ano t em (1) é calculada como a dívida total (a valor contábil) dividida pelo tamanho de seu ativo (em valor contábil), e em (2) é calculada como a dívida (a valor contábil) dividida pela soma da dívida (valor contábil) e do capital social (a valor de mercado). Veja que não há distinção entre dívida de curto ou longo prazo; trata-se do total da dívida da empresa. Também não foi preciso realizar procedimentos para truncar essas variáveis entre 0 (ou -1) e 1, como Rajan e Zingales (1995), pois todas as alavancagens calculadas sejam pela fórmula (1) ou pela fórmula (2) estão dentro do intervalo de 0 a 1.

4.2.2 Remuneração do gestor como mecanismo de incentivo

Jensen e Murphy (1990) apontam três mecanismos para acionistas disciplinarem o comportamento dos gestores: atribuição de parte da propriedade da empresa, o risco de demissão, e política de remuneração. Os autores indicam que empresas costumam confiar apenas nos dois primeiros mecanismos, sendo as remunerações pouco sensíveis ao desempenho.³ Havendo pouca sensibilidade da remuneração dos gestores ao desempenho, pode-se sugerir que gestores com remunerações altas as têm devido ao próprio *lobby* por essa remuneração ou pela confiança recebida de acionistas e conselheiros (Aghion & Tirole, 1997; Murphy, 1985). Assim, a remuneração alta pode significar segurança no cargo e autoridade para o gestor na tomada de decisões importantes (Brickley, Smith, & Zimmerman, 2015).

Seguindo Berger et al. (1997), gestores com remuneração alta foram identificados a partir dos termos de erro ε da regressão do modelo (3).

$$\ln(\text{Remuneração})_{it} = \alpha + \beta_1 \text{Med}(\ln[\text{Remuneração}])_{j(\ni i)} + \beta_2 \ln(\text{Receitas})_{it} + \beta_2 \ln(\text{Mandatos})_{it} + \beta_3 \text{ROA}_{it} + \beta_4 (\text{Retorno}_{it} - \text{Retorno}[\text{Mercado}]_t) + \beta_5 (\text{Retorno}_{it-1} - \text{Retorno}[\text{Mercado}]_{t-1}) + \theta + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Em (3), $\ln(\text{Remuneração})$ é a remuneração global, em logaritmo natural, do diretor-presidente da empresa i no ano t . Mesmo quando o diretor-presidente não for o principal gestor da empresa, a correlação entre seus salários costuma ser alta (Murphy, 1985). $\text{Med}(\ln[\text{Remuneração}])$ é a remuneração mediana, em logaritmo natural, de gestores do setor j que i pertence. $\ln(\text{Receitas})$ é o total em receitas, em logaritmo natural, de i no ano t , medida para o tamanho das operações da empresa. $\ln(\text{Mandatos})$ é a quantidade de mandatos do gestor de i até o ano t , métrica para o tempo no cargo. ROA é o retorno sobre os ativos de i no ano t , no caso o EBITDA ponderado pelos ativos totais da empresa. Retorno é o retorno das ações da empresa i no ano t e $\text{Retorno}[\text{Mercado}]$ é o retorno de mercado no ano t . Por fim, θ são variáveis *dummy* para o ano da observação para controle de fatores não observáveis. (3) foi estimado por mínimos quadrados ordinários para que fatores não observáveis, como o poder do gestor ou a confiança recebida, não sejam removidos de ε (Cameron & Trivedi, 2005).

Sobre o termo de erro ε foi construída uma variável de identificação S com valor 1 se o gestor da empresa i teve $\varepsilon > 0$ em todos os anos com observações da empresa, e 0 caso contrário. Por exemplo, se a empresa i tem quatro anos de observações e nos quatro anos $\varepsilon > 0$, $S = 1$ em todos esses anos. Se houve $\varepsilon \leq 0$ para um desses quatro anos, não foi atribuído $S = 1$ para nenhum dos anos, mas sim $S = 0$ para todos os anos da empresa. Essa especificação visou tratar a remuneração dos gestores como uma característica fixa dentro da empresa, isto é, o gestor recebe ou não recebe salários mais altos (ou mais baixos) do que o esperado pois têm autoridade



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

suficiente para influenciar sua própria remuneração (Berger et al., 1997), ou têm a confiança dos acionistas e por isso têm uma remuneração mais alta que o esperado (Aghion & Tirole, 1997). Qualquer que seja o motivo para a remuneração alta, pode-se sugerir que esse gestor tem autoridade real suficiente para determinar a alavancagem (Dewatripont & Tirole, 1994).

4.2.3 O controle do principal acionista

Shleifer e Vishny (1997) apontam que acionistas com grande parcela de votos na empresa têm incentivos suficientes para monitorar e impor decisões que disciplinem o comportamento dos gestores quando também têm direito a parcela considerável do fluxo de caixa gerado pela empresa. O efeito desse acionista, porém, é incerto. Assim como grandes acionistas podem influenciar decisões que beneficiem a todos os acionistas da empresa, grandes acionistas também podem preferir consumir benefícios privados ao controle às custas dos acionistas minoritários e preferenciais se o direito ao fluxo de caixa da empresa for dissociado do controle (Masulis et al., 2009; Claessens et al., 2002; La Porta et al., 2002, 1998).

Nesse trabalho, a variável M é o percentual de ações ordinárias detidas pelo principal acionista da empresa i no ano t . É importante ressaltar que nem todas as empresas têm essa informação para todos os anos. Para não descartar o uso dessas empresas, nos anos em que não há dados foi inserida a média do percentual de ações ordinárias do principal acionista da empresa em questão. Como esse percentual varia pouco entre os anos, o risco de erro de mensuração ao realizar esse procedimento é muito pequeno (Cameron & Trivedi, 2005).

4.2.4 Variáveis de controles

Foram utilizadas algumas variáveis para controle de características da empresa que determinam sua alavancagem. O primeiro é o controle sobre o setor, pois empresas costumam ter níveis de alavancagem próximas aos níveis de alavancagem de empresas de seu setor devido as características, observáveis ou não, que compartilham. Para tal, seguindo Frank e Goyal (2009), foi utilizada a mediana da alavancagem do setor j ao qual a empresa i pertence.

Demais controles vêm de Berger et al. (1997), que testou o efeito de diversas variáveis de governança corporativa e controle sobre a alavancagem de empresas norte-americanas. Foi controlada a independência do Conselho de Administração, que é a razão entre o número de conselheiros sem função executiva pelo total de conselheiros, pois assume-se que quanto mais independente o Conselho de Administração, mais eficaz será seu monitoramento sobre os gestores. Também foi utilizado o tamanho do Conselho de Administração, em logaritmo natural, porque conselhos muito pequenos podem não ser suficientes no monitoramento.

Outros controles, também provenientes de Berger et al (1997), incluem o retorno sobre os ativos (ROA), calculado como o EBTIDA ponderado pelos ativos totais da empresa, que mede a capacidade de geração de caixa da empresa. Também foi controlado o benefício fiscal da depreciação, estimado como 34% da despesa de depreciação ponderado pelos ativos totais. Outro controle envolve as garantias que as empresas podem oferecer aos seus financiadores, calculado como o imobilizado líquido mais os estoques, sendo essa soma dividida pelo total de ativos da empresa. O tamanho da empresa foi controlado pelo logaritmo natural de seus ativos totais. Já a singularidade dos ativos foi estimada a partir da razão entre as despesas administrativas pelo total de receitas, visando controlar a qualidade do capital humano.

4.3 Modelo e especificações econométricas

Apresentadas as variáveis, seus efeitos na alavancagem são testados com o modelo (4).

$$Alavancagem(*) = \alpha + \varphi S_i + \sigma M_{it} + \gamma(S_i \times M_{it}) + \tau' C_{it} + \theta + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Em (4), a *Alavancagem(*)* da empresa *i* no ano *t*, a valor contábil ou de mercado, é função da remuneração *S* do gestor de *i*, do percentual *M* de ações ordinárias do principal acionista de *i* em *t*, da interação entre *S* e *M* em *i* no ano *t*, do conjunto de controles *C* da seção anterior e de variáveis *dummy* de ano para controle de possíveis efeitos fixos dos anos.

Aqui, é importante destacar a interação entre as variáveis *S* e *M*. A interação tem o intuito de decompor o possível efeito de ações de um gestor com autoridade dentro da empresa, ou seja, com *S* = 1, sob um grande acionista com ações ordinárias suficientes para determinar decisões dentro dessa empresa. Esse pode ser o caso, por exemplo, da ação coordenada entre um grande acionista e um gestor de sua confiança (Dewatripont & Tirole, 1994). Em (4), isso implica no efeito, dado pelo coeficiente σ , da presença de um grande acionista sendo moderado pela sua interação com o gestor da empresa. Essa moderação é o coeficiente γ . Para tal moderação, deve todos os coeficientes envolvidos devem ter significância (Hayes, 2018).

O modelo (4) foi estimado por regressões de mínimos quadrados ordinários empilhados (*pooled*), em painel com especificação *between*, e em painel com efeitos aleatórios. Não foram realizadas estimações com efeitos fixos por dois motivos. O primeiro está na variável *S*, cujo valor não muda dentro da empresa durante os anos. Como regressões com dados em painel com efeitos fixos exigem variação nas variáveis, *S* seria omitida e seu efeito existiria apenas na interação com *M*. Também, a alavancagem e o percentual *M* de ações do principal acionista variam pouco no tempo. Mesmo que essas variáveis não sejam omitidas na regressão com dados em painel com efeitos fixos, lhes seriam atribuídos valores muito próximos a zero. Mesmo se significantes, seus coeficientes seriam praticamente nulos (Cameron & Trivedi, 2005).

Contudo, sabe-se que empresas têm características intrínsecas, observáveis ou não, determinantes a alavancagem que devem ser controladas (Lemmon et al., 2008). Por exemplo, mais do que uma relação linear com o tamanho do ativo, o que determinaria a alavancagem seria o fato da empresa ser grande ou pequena. Como não foram estimadas regressões em painel com efeitos fixos, a especificação *between* lida com essa heterogeneidade intrínseca. Essa regressão é estimada sobre as médias de cada empresa *i* para cada uma das variáveis, sendo, na prática, uma regressão *dos efeitos fixos* embutidos dentro das regressões em painel com efeitos fixos (Cameron & Trivedi, 2005). Como as variáveis em (4) variam pouco para cada empresa, é possível sugerir que as médias representem características fixas da empresa em questão.

5 Resultados

A Tabela 1 contém estatísticas descritivas das 92 empresas, seja a amostra como um todo ou as empresas agrupadas de acordo com sua atribuição a variável *S* de remuneração do gestor. A Tabela 1 foi construída a partir das médias de cada empresa das variáveis do modelo (4). São apresentadas as médias de cada variável e seus respectivos desvios-padrão abaixo, entre parênteses. Também são apresentados testes de médias entre os grupos de acordo com *S*.

A alavancagem média da amostra em geral foi 0,32 quando considerado valor contábil e 0,46 com valor de mercado do capital social. Isso indica que essas empresas têm *market-to-book* menor que 1. A alavancagem a valor contábil é maior das empresas onde gestores ganham remuneração alta (*S* = 1), sendo 0,35 contra 0,30 nas demais empresas. Por sua vez, a alavancagem a valor de mercado é a mesma, 0,46, nos dois grupos. Importante notar que os

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

testes de médias não rejeitaram a hipótese nula de igualdade entre as médias de ambas as alavancagens entre os grupos ($t[90] = -1,13$ para alavancagem a valor contábil e $t[90] = -0,03$ para alavancagem a valor de mercado, p -valores $> 0,10$). Entretanto, maiores inferências sobre a possível influência de gestores com remunerações altas dependem do controle sobre outras características da empresa que possam ter efeito na alavancagem (Lemmon et al., 2008).

Tabela 1

Estatística descritiva da amostra de 92 empresas brasileiras

	Geral	$S = 1$	$S = 0$	t
Alavancagem (Contábil)	0,32 (0,17)	0,35 (0,17)	0,30 (0,18)	-1,13 (90)
Alavancagem (Mercado)	0,46 (0,31)	0,46 (0,29)	0,46 (0,32)	-0,03 (90)
S (Gestor com remuneração alta)	0,348 —	1,00 —	0,00 —	— —
M (% ações do principal acionista)	31,80% (17,21%)	23,92% (12,92%)	36,00% (17,82%)	3,39*** (90)
Independência do CA	0,89 (0,14)	0,94 (0,09)	0,87 (0,16)	-2,31** (90)
Tamanho do CA (em \ln)	1,69 (0,43)	1,78 (0,51)	1,64 (0,38)	-1,54 (90)
ROA	6,87% (8,86%)	7,64% (7,67%)	6,46% (9,47%)	-0,61 (90)
Benefício fiscal da depreciação	1,06% (0,76%)	1,20% (0,84%)	0,99% (0,72%)	-1,29 (90)
Ativos (Garantia)	33,25% (20,00%)	32,23% (20,73%)	33,80% (19,75%)	0,36 (90)
Ativos totais (em \ln)	22,02 (1,67)	22,68 (1,76)	21,66 (1,52)	-2,89*** (90)
Singularidade dos ativos	47,03% (162,53%)	60,07% (225,21%)	40,07% (118,13%)	-0,56 (90)
No. Observações	92	32	60	—

Nota. Algumas variáveis estão apresentadas em percentual, mas não foram utilizadas assim nas estimações do modelo (4). O uso de percentual tem a finalidade de facilitar a visualização dos dados. Abaixo das estatísticas t dos testes de médias estão os respectivos graus de liberdade.

*** p -valor $< 0,01$, ** p -valor $< 0,05$.

Das 92 empresas da amostra, 32 (34,8%) têm gestores com remunerações altas ($S = 1$) não explicadas pelos determinantes do modelo (3). 60 empresas têm gestores recebendo remuneração abaixo do esperado dados esses determinantes ($S = 1$). O percentual M de ações detidas pelo principal acionista ordinário na amostra em geral é 31,8%. M é menor no grupo de empresas com gestores com remuneração alta (23,9%) do que nas empresas com gestores com remuneração abaixo do esperado (36,0%), existindo diferença estatística entre esses grupos ($t[90] = -3,39$, p -valor $< 0,01$). De fato, uma análise de correlação de Pearson, não tabulada, aponta coeficiente de $-0,32$ entre S e M , sugerindo o fortalecimento dos gestores nas empresas onde os principais acionistas mantêm menor percentual de ações (Berger et al., 1997).

De fato, a diferença no percentual de ações do principal acionista ordinário é uma das poucas existentes entre os grupos de acordo com a atribuição da empresa a S . A diferença estatística na independência do Conselho de Administração é, na prática pouco relevante já que representa um, ou menos de um se fosse possível, integrante independente a mais nos conselhos das empresas com $S = 1$ (0,94 para $S = 1$ e 0,87 para $S = 0$). Outra diferença está no tamanho das empresas. Retirar o logaritmo natural permite notar que as empresas com gestores

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

recebendo remunerações altas têm R\$ 4,5 bilhões a mais em ativos totais do que as outras empresas. Não existir diferença estatística entre os grupos para as demais variáveis S reforça que diferenças na alavancagem, controladas essas variáveis, são determinadas pela decisão de gestores com alta (ou baixa) remuneração sob acionistas com percentuais M distintas.

Na Tabela 2 estão os resultados das regressões *pooled*, com especificação *between* e com dados em painel com efeitos aleatórios do modelo (4) para ambas as alavancagens. Abaixo dos coeficientes de cada variável, entre parênteses, estão seus respectivos erros-padrão.⁴

Tabela 2

Resultados das regressões do modelo (4) sob diversas especificações

	Alavancagem (Contábil)			Alavancagem (Mercado)		
	Pooled (1)	Between (2)	RE (3)	Pooled (4)	Between (5)	RE (6)
S (Remuneração alta)	0,098** (0,038)	0,078 (0,084)	0,057 (0,070)	0,266*** (0,069)	0,338** (0,161)	0,217* (0,117)
M (% ações princ. acion.)	0,001** (0,001)	0,002 (0,001)	0,001 (0,001)	0,004*** (0,001)	0,005** (0,002)	0,003* (0,002)
$S \times M$ (interação)	-0,004*** (0,001)	-0,002 (0,003)	-0,001 (0,002)	-0,011*** (0,003)	-0,012** (0,006)	-0,008** (0,004)
Mediana(alavancagem) ^a	0,635*** (0,109)	0,666** (0,285)	0,493*** (0,104)	0,545*** (0,130)	0,386 (0,365)	0,432*** (0,086)
Independência do CA	0,009 (0,045)	0,083 (0,136)	-0,055 (0,034)	-0,098 (0,081)	-0,167 (0,246)	-0,004 (0,048)
Tamanho do CA (em \ln)	-0,017 (0,019)	-0,019 (0,047)	-0,017 (0,018)	0,004 (0,034)	-0,004 (0,085)	-0,041 (0,026)
ROA	-0,318*** (0,073)	-0,434* (0,238)	-0,170*** (0,050)	-0,509*** (0,130)	-0,986** (0,442)	-0,070 (0,071)
Benef. fisc. da deprec.	0,119 (1,061)	-0,472 (2,677)	2,160* (1,177)	-2,853 (1,894)	-2,258 (4,892)	1,457 (1,724)
Ativos (Garantia)	0,120*** (0,044)	0,111 (0,105)	0,340*** (0,057)	-0,003 (0,079)	-0,008 (0,188)	0,174** (0,086)
Ativos totais (em \ln)	0,040*** (0,006)	0,045*** (0,014)	0,014 (0,009)	0,024** (0,011)	0,040 (0,026)	0,018 (0,015)
Singularidade dos ativos	0,003 (0,004)	0,008 (0,013)	0,001 (0,003)	-0,012 (0,008)	-0,024 (0,025)	-0,002 (0,004)
Dummies de ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Constante	-0,806*** (0,134)	-1,249** (0,534)	-0,235 (0,208)	-0,273 (0,239)	-1,091 (0,963)	-0,208 (0,337)
Observações	454	454	454	454	454	454
Quantidade de empresas		92	92		92	92
R^2	0,256	0,291	0,161	0,183	0,254	0,193
F (χ^2 para RE)	9,42*** (16, 437)	1,93** (16, 75)	131,35*** (16)	6,12*** (16, 437)	1,60* (16, 75)	94,78*** (16)
ρ (var. dadas caract. fixas)			0,793			0,868
Breusch-Pagan (χ^2)			494,58*** (1)			644,32*** (1)

Nota. RE é a sigla para efeitos aleatórios. ρ é a fração da variância da alavancagem existente devido a características fixas da empresa. O teste de Breuch-Pagan ao final da tabela testou a consistência dos estimadores encontrados nas regressões com dados em painel de efeitos aleatórios contra os estimadores encontrados nas regressões *pooled*. Para F e χ^2 , abaixo das estatísticas, entre parênteses, estão os graus de liberdade.

^a É a mediana do setor ao qual a empresa pertence.

*** p-valor < 0,01, ** p-valor < 0,05, * p-valor < 0,10.

O modelo (4) foi validado em todas as regressões, vide as significâncias globais apontadas pelas estatísticas F e χ^2 . Além disto, é importante destacar que os testes de Breusch-

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Pagan indicam que os estimadores das regressões com efeitos aleatórios RE (3) e (6) ($\chi^2[1] = 494,58$ e $\chi^2[1] = 644,32$, p-valores $< 0,01$) são mais consistentes comparados a Pooled (1) e (4); há heterogeneidade intrínseca entre as empresas. De fato, as características fixas das empresas explicam a maior parte da variância da alavancagem a valor contábil (0,793 da variância) e valor de mercado (0,868 da variância), resultado que se alinha a Lemmon et al. (2008).

As variáveis S , M e suas interações são significantes em todas as regressões envolvendo alavancagem calculada com capital social a valor de mercado, mas apenas para a regressão *pooled* quando se considerou alavancagem a valor contábil. Berger et al. (1997) já havia encontrado resultado parecido, com variáveis similares a S e M apresentando significância apenas quando se considerou valor de mercado. Sugere-se pesquisas explorando diferenças entre os tipos de cálculo de alavancagem para verificar o que pode explicar o resultado.

Ainda assim, foi encontrada associação positiva entre S e a alavancagem, indicando que gestores de maior remuneração se associam a uma maior alavancagem de suas empresas. Para Zwiebel (1995), a remuneração alta teria sido decorrente de decisões anteriores do gestor para aumentar a alavancagem como sinalização de comprometimento aos acionistas. Por exemplo, o benefício fiscal do aumento da dívida também aumenta o valor da empresa. É possível que aumentar a alavancagem tenha visado criar valor aos acionistas para, depois, ser utilizado como *lobby* pelos gestores por maior remuneração e, possivelmente, proteção e autoridade. Como a alavancagem é persistente (Lemmon et al., 2008), pode ter se mantido alta desde então.

M também tem coeficientes positivos, indicando que quanto maior o percentual de ações ordinárias do principal acionista, maior a alavancagem. Aqui, embora os coeficientes possam sugerir um efeito muito pequeno de M , as regressões foram estimadas com M como percentual. Se o coeficiente de Pooled (4) foi 0,004, por exemplo, um acionista com 20% das ações seria responsável pelo aumento de 0,08 (8%) na alavancagem a valor de mercado. Isso se alinha a lógica de grandes acionistas incentivados a monitorar e impor decisões que disciplinem os gestores (Shleifer & Vishny, 1997). Nesse caso específico, ainda, pode-se associar as significâncias para a alavancagem a valor de mercado, mas não a contábil, à própria criação de valor ao acionista, cuja disciplina sobre o gestor maximizaria o valor da empresa. Também é possível que o grande acionista tenha visado evitar perder poder de voto (Stulz, 1988).

A moderação a M dada pela interação entre S e M é negativa. Esse resultado pode ser uma evidência da congruência parcial entre grandes acionistas e gestores, que estariam evitando, com a menor alavancagem, correr risco de dificuldades financeiras (Dewatripont & Tirole, 1994). Sob a possibilidade de cooperação com o gestor protegido, se a diminuição da alavancagem diminui o benefício fiscal da dívida e o valor da empresa (Modigliani & Miller, 1958, 1963), os grandes acionistas podem ser compensados com benefícios privados ao controle às custas de acionistas minoritários e preferenciais (Masulis et al., 2009; Claessens et al., 2002). O resultado também se alinha a Novaes (2003) por sugerir que gestores protegidos de tomadas de controle, pouco frequentes no Brasil, tentarão mitigar o risco de falência.

Por fim, é possível fazer uma simulação sobre o "efeito líquido" do cenário com o gestor recebendo remuneração alta por estar associado a um grande acionista que o protege. Para tal, serão utilizados os coeficientes de Pooled (4), já que todos foram significantes à 1%. As demais variáveis serão consideradas como zero. Sendo a média de M ($\bar{M} = 31,8\%$), o "efeito líquido" de $S(0,266) + \bar{M}(0,004) + (S \times \bar{M})(-0,011)$ com $S = 1$ sobre a alavancagem seria 0,043 e com $S = 0$ seria 0,127. A diferença de 0,084 entre esses cenários reforça inferências anteriores.

Como a alavancagem persiste no tempo (Lemmon et al., 2008), o fato dos dois cenários terem "efeitos líquidos" positivos também sugere que o aumento anterior da alavancagem pelos gestores perdura desde então. Esse é um resultado importante porque o gestor atribuiu maior risco aos acionistas com o aumento da alavancagem para que, com isso, fosse beneficiado com



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

estabilidade e maior remuneração. O resultado, alinhado ao conflito de agência, mas não sob os argumentos da Seção 2, pode ser explicado pela presença de um grande acionista que não é o gestor da empresa, em contraponto a Jensen e Meckling (1976) onde o principal acionista é o gestor, e pelos outros estudos terem sido elaborados sobre empresas com estruturas de propriedade pulverizadas, o que não é o caso das empresas utilizadas nesse trabalho.

6 Considerações finais

Esse trabalho investigou a associação entre mecanismos de incentivo e controle e a alavancagem de 92 empresas brasileiras. Foi encontrada associação positiva da alavancagem a valor de mercado, com gestores recebendo remunerações altas não explicadas por características da empresa, e com o percentual de ações ordinárias do principal acionista da empresa. Para a alavancagem a valor contábil os resultados são mistos. Os resultados sugerem que gestores podem ter aumentado a alavancagem como sinalização aos acionistas, assim como a eficácia dos grandes acionistas para disciplinar a gestão. Há, contudo, um efeito moderador negativo quando se interage as variáveis de remuneração do gestor e de percentual de ações do principal acionista, o que sugere uma possível congruência parcial para evitar credores.

A principal contribuição desse trabalho à literatura está na decomposição do efeito de incentivos e controle da empresa, que isolados têm associação positiva com a alavancagem. Contudo, há um efeito moderador quando esses mecanismos são interagidos. Evidências do tipo ainda não haviam sido identificadas para decisões sobre alavancagem. À literatura brasileira, esse trabalho contribui ao investigar o efeito de mecanismos com efeito direto sobre a decisão dos gestores. A literatura brasileira vem se pautando em níveis de governança corporativa, sem se atentar a mecanismos tradicionalmente considerados na literatura internacional como a remuneração ou mesmo a estrutura de propriedade. Sugere-se continuar “abrindo a caixa preta organizacional” (Jensen & Meckling, 1976) e explorar mecanismos de governança corporativa e controle além dos habituais níveis de governança corporativa.

A principal contribuição prática desse trabalho vem do efeito líquido dos mecanismos de incentivo e controle sobre a alavancagem. Uma vez que a alavancagem tende a persistir no tempo, seu uso como sinalização por gestores em busca de consolidação pode aumentar o risco atribuído aos acionistas da empresa durante anos. Sugere-se o reforço do monitoramento nas decisões de alavancagem para que não sejam utilizadas oportunisticamente por gestores.

Existem limitações nesse trabalho, como, por exemplo, o tamanho da amostra. Esse é um problema recorrente em pesquisas sobre o assunto, mas que pode trazer algum viés aos resultados. Entretanto, entende-se que essa pesquisa possa inspirar futuros trabalhos. Por exemplo, pesquisas podem explorar a distinção entre a alavancagem calculada com valores contábeis e a calculada com capital social a valor de mercado para entender por que essa pesquisa e Berger et al. (1997) encontram resultados mais destacados quando utilizado valor de mercado. Pesquisas também podem se aprofundar na relação entre gestores e acionistas, ou mesmo com o Conselho de Administração, para checar como essa relação atinge a alavancagem com o decorrer dos anos. Ambas as pesquisas aprofundariam resultados desse trabalho.

Notas

1 Uma versão anterior de Novaes (2003), o *working paper* Novaes e Zingales (1995), foi uma referência comum na literatura relacionada ao tema antes da versão final ser publicada.

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

2 Isso é comum em trabalhos associando governança corporativa e alavancagem. Um exemplo é Berger et al. (1997), que utilizou dados coletados à mão pelos próprios autores e cuja amostra se restringiu às 434 maiores empresas norte-americanas listadas em bolsa de valores.

3 Jensen e Murphy (2010) mantém as evidências de pouca sensibilidade da remuneração dos gestores ao desempenho de suas empresas.

4 Testes de Breusch-Pagan nas regressões *pooled* apontam a ausência de heterocedasticidade ($\chi^2[1] = 2,65$ para alavancagem a valor contábil e $\chi^2[1] = 1,49$ para alavancagem a valor de mercado, p-valores > 0,10). Para haver comparabilidade de resultados, então, todas as regressões seguiram o padrão de erros-padrão sem correções para heterocedasticidade.

Referências

- Aghion, P., & Bolton, P. (1992). An incomplete contracts approach to financial contracting. *The Review of Economic Studies*, 59(3), 473-494. <https://doi.org/10.2307/2297860>
- Aghion, P., & Tirole, J. (1997). Formal and real authority in organizations. *Journal of Political Economy*, 105(1), 1-29. <https://doi.org/10.1086/262063>
- Ang, J., Cole, R., & Lin, J. (2000). Agency costs and ownership structure. *The Journal of Finance*, 55(1), 81-106. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00201>
- Armour, J. (2020). Shareholder rights. *Oxford Review of Economic Policy*, 36(2), 314-320. <https://doi.org/10.1093/oxrep/graa005>
- Bebchuk, L., Cohen, A., & Ferrell, A. (2009). What matters in corporate governance? *The Review of Financial Studies*, 22(2), 783-827. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn099>
- Berger, P., Ofek, E., & Yermack, D. (1997). Managerial entrenchment and capital structure decisions. *The Journal of Finance*, 52(4), 1411-1438. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb01115.x>
- Booth, L., Aivazian, V., Demirguc-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2001). Capital structures in developing countries. *The Journal of Finance*, 56(1), 87-130. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00320>
- Brickley, J., Smith, C., & Zimmerman, J. (2015). *Managerial economics and organizational architecture* (6. ed.). New York, NY: McGraw-Hill Education.
- Cameron, A., & Trivedi, P. (2005). *Microeconometrics: Methods and applications*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. & Lang, L. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The Journal of Finance*, 57(6), 2741-2771. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00511>
- Dewatripont, M., & Tirole, J. (1994). A theory of debt and equity: Diversity of securities and manager-shareholder congruence. *The Quarterly Journal of Economics*, 109(4), 1027-1054. <https://doi.org/10.2307/2118355>
- Diamond, D. (1989). Reputation acquisition in debt markets. *Journal of Political Economy*, 97(4), 828-862. <https://doi.org/10.1086/261630>
- Edlin, A., & Stiglitz, J. (1995). Discouraging rivals: managerial rent-seeking and economic inefficiencies. *The American Economic Review*, 85(5), 1301-1312. <https://www.jstor.org/stable/2950990>
- Fonseca, C., da Silveira, R., & Hiratuka, C. (2016). A relação entre a governança corporativa e a estrutura de capital das empresas brasileiras no período 2000-2013. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 35(2), 35-52. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v35i2.29673>

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

- Frank, M., & Goyal, V. (2009). Capital structure decisions: Which factors are reliably important? *Financial Management*, 38(1), 1-37. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x>
- Fudenberg, D., & Tirole, J. (1995). A theory of income and dividend smoothing based on incumbency rents. *Journal of Political Economy*, 103(1), 75-93. <https://doi.org/10.1086/261976>
- Garvey, G., & Hanka, G. (1999). Capital structure and corporate control: The effect of antitakeover statutes on firm leverage. *The Journal of Finance*, 54(2), 519-546. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00116>
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-156. <https://doi.org/10.1162/00335530360535162>
- Hart, O. (1995). *Firms, Contracts, and Financial Structure*. Oxford, UK: Oxford University Press
- Hayes, A. (2018). *Mediation, moderation, and conditional process analysis: A regression-based approach* (2. ed.). New York, NY: The Guilford Press.
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76, 323-329. <https://www.jstor.org/stable/1818789>
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jensen, M., & Murphy, K. (1990). Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2), 225-264. <https://doi.org/10.1086/261677>
- Jensen, M., & Murphy, K. (2010). CEO incentives – It’s not how much you pay, but how. *Journal of Applied Corporate Finance*, 22(1), 64-76. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2010.00262.x>
- Junqueira, L., Soares, C., Bressan, A., & Bertucci, L. (2017). Impactos da adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras. *Revista de Administração da Universidade Federal de Santa Maria*, 10(3), 420-435.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155. <https://doi.org/10.1086/250042>
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2002). Investor protection and corporate valuation. *The Journal of Finance*, 57(3), 1147-1170. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00457>
- Lambrecht, B., & Myers, S. (2012). A Lintner model of payout and managerial rents. *The Journal of Finance*, 67(5), 1761-1810. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01772.x>
- Lemmon, M., Roberts, M., & Zender, J. F. (2008). Back to the beginning: Persistence and the cross-section of corporate capital structure. *The Journal of Finance*, 63(4), 1575-1608. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01369.x>
- Masulis, R., Wang, C., & Xie, F. (2009). Agency problems at dual-class companies. *The Journal of Finance*, 64(4), 1697-1727. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01477.x>
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297. <https://www.jstor.org/stable/1812919>



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

- Modigliani, F., & Miller, M. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443. <https://www.jstor.org/stable/1809167>
- Morellec, E. (2003). Can managerial discretion explain observed leverage ratios? *Review of Financial Studies*, 17(1), 257-294. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhg036>
- Morellec, E., Nikolov, B., & Schürhoff, N. (2012). Corporate governance and capital structure dynamics. *The Journal of Finance*, 67(3), 803-848. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01735.x>
- Murphy, K. (1985). Corporate performance and managerial remuneration. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1-3), 11-42. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(85\)90026-6](https://doi.org/10.1016/0165-4101(85)90026-6)
- Novaes, W., & Zingales, L. (1995). Capital structure choice when managers are in control: Entrenchment versus efficiency (NBER Working Paper 5384. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research. Acesso em https://www.nber.org/system/files/working_papers/w5384/w5384.pdf
- Novaes, W. (2003). Capital structure choice When managers are in control: Entrenchment versus efficiency. *The Journal of Business*, 76(1), 49-82. <http://www.jstor.org/stable/10.1086/344113>
- Pinheiro, B., Vasconcelos, A., De Luca, M., & Crisóstomo, V. (2017). Estrutura de capital e governança corporativa nas empresas listadas na BM&FBovespa. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*. 11(4), 451-466. <https://doi.org/10.17524/repec.v11i4.1706>
- Procianny, J., & Schnorrenberger, A. (2004). A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras. *Revista Brasileira de Economia*, 58(1), 122-146. <https://doi.org/10.1590/S0034-71402004000100006>
- Rajan, R. & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>
- Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J., & Lamb, R. (2015). *Administração financeira* (10. ed.). Porto Alegre: AMGH.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1989). Management entrenchment. *Journal of Financial Economics*, 25(1), 123-139. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(89\)90099-8](https://doi.org/10.1016/0304-405X(89)90099-8)
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Silveira, A., Perobelli, F., & Barros, L. (2008). Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, 12(3), 763-788. <https://doi.org/10.1590/S1415-65552008000300008>
- Stulz, R. (1988). Managerial control of voting rights. *Journal of Financial Economics*, 20, 25-54. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90039-6](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90039-6)
- Stulz, R. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of financial Economics*, 26(1), 3-27. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90011-N](https://doi.org/10.1016/0304-405X(90)90011-N)
- Tirole, J. (2006). *The Theory of Corporate Finance*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Zwiebel, J. (1996). Dynamic capital structure under managerial entrenchment. *The American Economic Review*, 86(5), 1197-1215. <https://www.jstor.org/stable/2118286>