

## **Controle Acionário Definido e Endividamento: uma Abordagem Multi-método**

### **Autores**

**RODRIGO OLIVEIRA SOARES**

Universidade do Vale do Rio dos Sinos - UNISINOS

**GILBERTO DE OLIVEIRA KLOECKNER**

Universidade Federal do Rio Grando do Sul

### **Resumo**

O desenvolvimento teórico e empírico no campo de estudos de finanças corporativas é embasado na premissa de que o capital das empresas é pulverizado, conforme o trabalho seminal de Berle e Means, em 1932. O mercado brasileiro caracteriza-se por estruturas de propriedade notoriamente concentradas e pela baixa proteção ao minoritário, o que pode influenciar a decisão sobre o nível de endividamento das empresas. Através de testes paramétricos e não-paramétricos, este estudo testa quatro proposições sobre o endividamento das empresas, levando em consideração a sua estrutura de propriedade. Na amostra constaram 322 empresas negociadas na Bovespa entre 1996 e 2002. Dentre os resultados, ressalta-se a relevância do controle acionário para explicar a estrutura de capital, sendo que as empresas, onde aquele é definido, possuem menor grau de endividamento. Verificou-se, ainda, que nas firmas controladas em que os majoritários possuem menos direitos a fluxos de caixa, o endividamento tende a ser maior. As evidências, portanto, permitem que se aceite a idéia de que os incentivos causados pela definição do controle influenciam o nível de endividamento das empresas.

### **Introdução**

Por ser um tema controverso, a estrutura de capital permite enfoques distintos, por diferentes correntes teóricas. Este trabalho enfoca a teoria de agência, que tradicionalmente considera conflitos entre gerentes e acionistas e entre acionistas e credores. Entretanto, este primeiro conflito tende a ocorrer em firmas onde se dá a separação de propriedade e controle pela pulverização do capital. Neste caso, a propriedade é dispersa, e o controle, concentrado nos gestores. Todavia, segundo La Porta *et al.* (1998a), apesar de grande parte da teoria financeira partir da idéia de que a propriedade é pulverizada, nos moldes previstos por Berle e Means, em 1932, a concentração acionária, em todo o mundo, é maior do que apregoavam estes últimos, dividindo assim, os acionistas, em duas classes: majoritários e minoritários. Tais classes possuem direitos distintos, e interesses igualmente diferentes.

Aspectos do mercado brasileiro como a estrutura de propriedade concentrada (Valadares e Leal, 2000), ampla utilização de ações sem direito a voto (Valadares, 2002), além de um ambiente legal com baixo nível de proteção aos minoritários (La Porta *et al.*, 1999) permitem especulações sobre a importância, no país, do conflito entre majoritários e minoritários. Tais características afetam, potencialmente, os incentivos para a ação dos indivíduos na empresa, podendo influir na decisão sobre o nível de endividamento.

Este estudo busca investigar a estrutura de capital, considerando a existência ou não de controle acionário definido nas empresas. Considera-se que, existindo definição de controle, os conflitos entre majoritários e minoritários tendem a influenciar a decisão de endividamento. Duas contribuições são ressaltadas: primeiro a abordagem metodológica, com dois tipos de testes não-paramétricos, além de regressões em painel; a segunda, a utilização de diferentes amostras, uma contendo empresas com e sem definição do controle, e outra com firmas onde existe controle definido, considerando ainda três critérios para definição de controle acionário.

A estrutura do trabalho é a seguinte: após considerar aspectos sobre o problema de agência, discute-se o conflito entre majoritários e minoritários, contextualizando o problema no Brasil. Em seguida explicita-se as proposições de pesquisa, e descreve-se o método. Posteriormente, são analisados os resultados, e, finalmente, traçadas considerações finais.

## **1. Estrutura de Capital à luz dos Conflitos de Agência**

Jensen e Meckling (1976) definem o relacionamento de agência como um contrato, no qual o principal engaja o agente, para realizar um serviço em seu benefício, envolvendo a delegação de autoridade de decisão ao agente. Como as partes desejam maximizar a sua própria utilidade, o agente poderá não agir sempre de acordo com o interesse do principal. Segundo os mesmos autores o principal pode amenizar as divergências decorrentes deste relacionamento através de dois tipos de ação, onerosos para o principal, e que podem ser realizados separadamente ou em conjunto: estabelecer incentivos para que o agente aja em prol dos interesses do principal, e/ou, a monitoração das ações do agente. Todavia, mesmo com os incentivos e monitoração, ainda haverá divergências entre as decisões do agente e aquelas que maximizariam o bem estar do principal, referidas como “perda residual”.

### **1.1. Conflitos entre acionistas e gerência**

Jensen e Meckling (1976) argumentam que, como os gestores não possuem a totalidade dos direitos residuais sobre a firma, não auferem, diretamente, os ganhos em atividades que aumentem o valor da mesma, mas arcam com o custo destas atividades, através do esforço que envida nas mesmas. Os gestores possuem, portanto, incentivos ao consumo de benefícios privados. Os mesmos autores afirmam que a alavancagem da empresa ajuda a amenizar este problema, pois com o pagamento do serviço da dívida, o gestor passa a dispor de menos recursos em caixa para o consumo de benefícios privados.

Outro ponto potencialmente causador de conflito é apontado por Amihud e Lev (1981): enquanto o acionista possui, em princípio, capital diversificado, o gestor detém um grande investimento, não diversificável, em capital humano, feito na empresa. Isso produz dois reflexos: o primeiro é à resistência do gestor contra a liquidação da firma ou mudanças no controle, visando a sua permanência no cargo. O segundo, na decisão de investimento, pois o gestor pode optar por projetos que não possuam VPL positivo, mas que aumente o tamanho ou diversificação da firma, caracterizando o problema de superinvestimento (Jensen, 1986). O mesmo autor apregoa que a dívida pode amenizar este problema, tanto pela maior capacidade de monitoração dos credores, dada a sua estrutura para este fim, quanto pelas cláusulas dos contratos de dívida que restringem a discricção gerencial, inibindo, assim, o superinvestimento.

Conclui-se, então, que empresas com maior potencial para este tipo de conflito de agência deveriam ser mais endividadas, como forma de amenizar o problema.

### **1.2. Conflitos entre acionistas e credores**

Conforme Harris e Raviv (1991), os contratos de dívida proporcionam incentivos para a ação do gestor: a taxa de juros é fixada na contratação, e corresponde à avaliação do credor sobre o seu risco incorrido. Por outro lado, a responsabilidade dos acionistas com relação à companhia está limitada ao capital investido. Assim, após o ingresso de recursos, se ele escolher projetos mais arriscados e, for bem sucedido, irá se beneficiar do excedente gerado (a remuneração do credor é fixa) e, se for mal sucedido, é o credor quem deixa de receber o contratado. Tal comportamento dos acionistas é referido como substituição de ativos. Se, entretanto, o credor antecipar esta possibilidade, não investirá na empresa, ajustará a taxa de juros ao risco esperado, ou relacionará cláusulas restritivas nos contratos de financiamento.

Myers (1977) apontou outro aspecto deste conflito: o sub-investimento, argumentando

que o valor da firma pode ser desmembrado em duas partes: os ativos operacionais (*assets in place*) e as oportunidades de crescimento. Myers (1977) afirma que, se uma empresa, cujo valor é formado principalmente por oportunidades de investimentos, estiver altamente endividada, os acionistas podem se negar a fazer aportes de capital, mesmo diante de projetos com VPL positivo, pois arcariam com os custos do investimento, mas o retorno se destinaria, principalmente, ao pagamento dos credores. Ao deixar de exercer a opção real, entretanto, ela deixa de existir. Considerando que a principal componente do valor são oportunidades de investimentos, e também o fato de a intangibilidade destas opções não proporcionar garantias aos credores, leva Myers (1977) a concluir que tais empresas terão maiores dificuldades de se endividar, tendendo a ser menos alavancadas, *ceteris paribus*. A dívida funciona, portanto, como um mecanismo de incentivos, o que permite propor que seja negativamente relacionada às opções de investimento e a tangibilidade dos ativos.

### **1.3. Majoritário Vs. Minoritários: aspectos teóricos e contextualização no Brasil**

Para abordar tal conflito, é importante tecer considerações preliminares.

#### **1.3.1. Estrutura de propriedade e controle**

A forma clássica de separação entre propriedade e controle é baseada no trabalho pioneiro Berle e Means, em 1932, que apregoa a pulverização da propriedade das firmas, com o poder de decisão (controle), centralizado nas mãos dos gestores. Entretanto, quando o gerente também é acionista, propriedade e controle se confundem, ao menos parcialmente. Isso traz conseqüências para a governança das empresas, pois influencia os incentivos, alterando a relação de agência. A hipótese de convergência de interesses, de Jensen e Meckling (1976), considera tal alteração, postulando que quanto maior a parcela de propriedade dos gerentes, maior a convergência dos interesses destes para os dos acionistas.

Por outro lado, a pulverização acionária nos moldes de Berle e Means (1984), é questionada no trabalho de La Porta *et al.* (1998a), que estudaram a composição acionária das empresas de 27 países, até o nível de pessoa física, verificando concentração maior do que propunham os primeiros. Se alguém detiver a maioria dos votos em uma empresa, a propriedade e o controle também passam a se confundir. Embora tradicionalmente um acionista seja controlador quando possuir 50% mais 1 ação do capital, há situações em que, mesmo com um percentual menor, pode deter o controle. Em tais situações também ocorre a separação entre o controle da firma e a sua propriedade, que proporciona direitos aos fluxos de caixa líquidos gerados. Bebchuk *et al.* (1999) identificaram três diferentes arranjos para a separação do controle da empresa dos direitos aos seus fluxos de caixa: Ações com direitos diferenciados quanto ao voto; Pirâmides; e Estruturas de propriedade cruzadas<sup>i</sup>. Estes arranjos também podem ser utilizados em conjunto, e são referidos como estruturas indiretas de controle, pois o controlador não possui diretamente mais que 50% do capital.

Nota-se, então, que as estruturas de propriedade e controle podem proporcionar diferentes incentivos. A pulverização do capital, conforme destacado por La Porta *et al.* (1998a), não é a forma de estrutura de propriedade dominante no mundo. Apesar disso, grande parte das teorias no campo de finanças a considera implícita ou explicitamente. No ambiente brasileiro a estrutura de propriedade possui um importante papel. Valadares e Leal (2000), investigaram a concentração acionária nas empresas S.A. de capital aberto no Brasil, em 1997. Os resultados mostraram uma estrutura concentrada para a maior parte das empresas<sup>ii</sup>, o que praticamente elimina a possibilidade de *takeovers* no Brasil. Isso pode contribuir para a sua ineficiência, pois a possibilidade de tomada de controle incentiva os gestores a maximizar o valor das ações. Transferências de controle nas companhias brasileiras tendem a ocorrer com a venda de grandes blocos de ações. Outro ponto destacado no estudo foi a ampla utilização de ações com direitos de voto diferenciados (apenas 35% das empresas

estudadas não possuíam preferenciais). A existência no Brasil de estruturas piramidais e ações com direitos diferenciados de voto proporcionam o controle com um percentual de capital menor que 50%, o que potencializa ainda mais os incentivos causados pela existência de controle acionário, tornando a estrutura de propriedade um importante aspecto a ser considerado no mercado brasileiro.

### **1.3.2. O ambiente legal**

O ambiente legal é um assunto que tem ocupado lugar de destaque nos estudos sobre finanças corporativas. Uma vez que as normas e a obrigatoriedade do seu efetivo cumprimento são elementos essenciais para fazer valer os direitos dos investidores, tanto acionistas quanto credores, o ambiente legal passa a ser de vital importância. La Porta *et al.* (1998b) estudaram a proteção legal aos direitos dos acionistas em diversos países, encontrando diferenças na qualidade da proteção aos investidores, de acordo com o tipo de base legal vigente. O estudo apontou que nos países baseados na Lei Comum Britânica os direitos dos investidores têm sido mais protegidos e, a menor proteção aos investidores é proporcionada pela Lei Civil Francesa<sup>iii</sup>.

Trabalhos sobre o ambiente legal e a expropriação de minoritários têm sido empreendidos no Brasil. Exemplos são os de Nenova (2001) e Saito (2001). Assim, o ambiente legal brasileiro, somado à estrutura de propriedade concentrada, proporciona oportunidades para expropriação, originando o conflito de agência abordado a seguir.

### **1.3.3. Majoritários vs. Minoritários: outro conflito potencial**

Jensen e Meckling (1976) apontaram dois conflitos na empresa: entre credores e acionistas e entre acionistas e gerentes, sendo que o último tende a acontecer quando o capital da empresa é disperso, e o controle centralizado no gerente. Entretanto, quando existem acionistas controladores, estes detêm o poder de eleger e destituir a maioria do conselho, e os gestores tendem, assim, a trabalhar em prol dos interesses destes, para proteger seu cargo. Nestes casos vigora outro conflito na empresa: entre acionistas majoritários e minoritários.

Uma questão deve ser considerada ao analisar este conflito: por que possuir grande quantidade de ações de uma só empresa, se a diversificação diminui o risco? A resposta é que deve haver benefícios que justifiquem este maior risco. O conflito entre majoritários e minoritários toma forma pela expropriação destes últimos. Segundo Dick e Zingales (2001), esta expropriação (benefícios privados do controle), vem ocupando lugar central na literatura.

A estrutura de propriedade, a proteção legal aos acionistas e o conflito entre majoritários e minoritários têm sido suscitadas por estudiosos de finanças. No Brasil estes temas vêm sendo pesquisados<sup>iv</sup>, dadas as condições proporcionadas pelo ambiente do país. Com base nas evidências existentes, este trabalho, busca considerar a estrutura de propriedade e o conflito entre majoritários e minoritários no Brasil, objetivando acrescentar à literatura pontos importantes para o entendimento da decisão de financiamento nas empresas no país.

### **1.3.4. Incentivos para a minimização do conflito entre majoritários e minoritários**

Uma primeira análise, pode considerar que os controladores consumirão o máximo de benefícios privados, o que pode ser questionado com base em Jensen e Meckling (1976)<sup>v</sup>, que afirmam que o mercado é composto, inclusive, pelos minoritários e, sendo racional, irá prever este problema. Isto pode causar rejeição do mercado às ações da firma, diminuindo seu valor, e dificultando, ou desincentivando, a captação através desta modalidade de financiamento.

Por sua vez, a dívida pode sinalizar um comprometimento dos controladores, de minimizar a expropriação. Jensen e Meckling (1976) apregoam que firmas endividadas possuem menos fluxos livres de caixa a serem consumidos, além da maior capacidade de

monitoração dos credores. Analisando, por sua vez, o percentual sobre os fluxos de caixa a que o controlador tem direito, os incentivos à expropriação são tanto menores quanto maior for a participação deste, no capital total. Assim os direitos a fluxos de caixa pode sinalizar ao mercado uma atenuação deste conflito, diminuindo a necessidade de sinalização pela dívida.

Dadas as condições de existência deste conflito no Brasil, e as evidências empíricas existentes, o país fornece condições para o estudo da estrutura de capital em um ambiente propício à extração de benefícios privados do controle.

#### **1.4. Proposições para os testes**

Considerando-se que a definição de controle possibilita a extração de benefícios privados por parte do majoritário, e ainda, que os credores possuem, além da maior capacidade de monitoração que os acionistas minoritários, a prerrogativa de requerer a falência da empresa em casos de inadimplência, uma primeira proposição pode ser efetuada:

- Proposição 1: Empresas onde o controle acionário é definido recorrem menos à dívida para financiar o seu crescimento.

Entretanto, o argumento de Valadares (2002), sobre a importância de mecanismos inibidores do conflito de agência viabilizar que a captação de recursos das empresas controladas, vai de encontro à Proposição 1. Considerando o endividamento como um destes mecanismos, empresas com controle definido tenderiam a se endividar, sinalizando ao mercado a atenuação dos conflitos. Além disso, diante de um provável baixo interesse do mercado, por emissões de firmas com alto potencial de expropriação, a dívida pode ser a única alternativa para o financiamento externo. Isto justifica uma negação da proposição 1:

- Proposição 2: Empresas onde o controle acionário é definido recorrem mais à dívida para financiar o seu crescimento.

A terceira proposição parte de dois motivos: o primeiro é que quanto maior o percentual de capital do controlador, maior será a possibilidade de que a perda dos benefícios privados do controle, decorrentes da maior monitoração causada pelo endividamento, seja compensada pelos fluxos de caixa oriundos de novos projetos. Isto é consistente com a idéia de alinhamento de interesses de Jensen e Meckling (1976). O segundo é que, o controle exercido através de estruturas indiretas aumenta os incentivos para o financiamento através de ações, pois o percentual a ser subscrito pelo controlador, de forma a manter controle, é menor.

- Proposição 3: Em empresas em que existe o controle definido, quanto maior o percentual de ações que o controlador detém, maior será o endividamento da empresa.

Por outro lado, o desejo de manter a possibilidade de novas emissões, e a rejeição do mercado por ações de empresas controladas, em que o controlador possui um baixo percentual de fluxos de caixa, são argumentos contra a proposição 3. Quanto maior a posse de capital do controlador, menor o incentivo à expropriação, pois o aumento da sua participação, diminui o seu benefício com a expropriação, além de o consumo de benefícios privados contribuir para baixar o preço das ações e, quanto maior sua propriedade, maior a perda. Assim, empresas controladas, em que o controlador possui grande parte dos fluxos de caixa, não precisariam sinalizar através da dívida, suscitando uma quarta proposição que contradiz a terceira.

- Proposição 4: Em empresas em que existe o controle definido, quanto maior o percentual de ações que o controlador detém, menor será o endividamento da empresa.

#### **2. Método**

Este trabalho utilizou três testes estatísticos: dois testes não-paramétricos, o *U* de Mann Withney (proposições 1 e 2), e o teste de Kruskal-Wallis (proposições 3 e 4). Também

foram efetuadas regressões com dados em painel para todas as proposições.

## 2.1 Testes não-paramétricos

O objetivo destes testes foi o de proporcionar maior robustez ao tratamento estatístico, pois eles são menos restritivos quanto aos pressupostos acerca das distribuições estatísticas. Tais testes (Testes I e II), foram efetuados com o auxílio do *software* SPSS<sup>®</sup>.

### Teste I

Siegel (1956) afirma, sobre o Teste *U* de Mann-Whitney, que “trata-se de uma das mais poderosas provas não-paramétricas, e uma alternativa útil para a prova paramétrica *t*, que evita as suposições exigidas por esta última...”. Para o teste, os dados foram separados em duas categorias, de acordo com a definição de controle, sendo realizado o teste *U* entre estas e os indicadores de endividamento. Assim, foi verificada a existência de diferenças no nível de endividamento das categorias. O sinal da relação foi verificado através da média dos *ranks*.

Foram considerados três critérios para definição de controle:

- Definição 1: empresa com controle definido é aquela em que existe um acionista, pessoa física, que possui, direta e/ou indiretamente<sup>vi</sup>, 50% das ações com direito a voto, desconsiderando as ações em tesouraria<sup>vii</sup> (doravante referida como CON1).
- Definição 2: empresa com controle definido é aquela em que existe um acionista, pessoa física, que possui, direta e/ou indiretamente, 50% das ações com direito a voto, desconsiderando, além das ações em tesouraria, os acionistas dispersos<sup>viii</sup> (componentes do grupo com a denominação “outros”<sup>ix</sup>) (doravante denominada CON2).
- Definição 3: empresa com controle definido é aquela em que existe um acionista, pessoa física ou jurídica, que possui, diretamente, 50% das ações com direito a voto. Neste caso desconsidera-se possíveis pirâmides abaixo do primeiro nível.(referida como CON3).

Foram utilizados quatro indicadores de endividamento, descritos a seguir (entre parênteses e em negrito, as siglas para a referência aos indicadores): Exigível a Longo Prazo / Patrimônio Líquido (**ELP\_PL**); (Passivo Circulante + Exigível a Longo Prazo) / Patrimônio Líquido (**PCELP\_PL**); (Passivo Circulante + Exigível a Longo Prazo) / Ativo Total (**PE\_AT**) e; Exigível Total/(Exigível Total + Valor de Mercado da Empresa) (**DIV\_VR**).

### Teste II

O teste II utilizou a prova não-paramétrica de Kruskal-Wallis nas proposições 3 e 4. Segundo Siegel (1956), a análise de variância por *ranks* de Kruskal-Wallis visa a decidir se amostras independentes provêm de populações diferentes. Para o teste, uma sub-amostra de empresas com controle definido<sup>x</sup> foi dividida em quintis<sup>xi</sup>, de acordo com o percentual acionário do controlador, de forma semelhante à usada por Grinstein e Michaely (2002). Possíveis diferenças entre os quintis denotariam que são oriundos de populações diferentes.

## 2.2. Análise de dados em painéis

A análise de dados em painéis consiste em regressões múltiplas com dados *cross-sectional* e longitudinais ao mesmo tempo, que, segundo Hsiao (1998), possui a vantagem de permitir a análise de questões que não podem ser verificadas somente através de dados transversais, ou de dados em séries temporais. Proporcionam, ainda, maior número de observações, aumentando os graus de liberdade e reduzindo a colinearidade entre as variáveis explicativas, o que aumenta a eficiência das estimações econométricas. Existem, de acordo com Kennedy (1998), duas técnicas principais de estimação em painéis: modelos com efeitos fixos e randômicos. O teste de Hausman, que verifica a correlação entre o erro e os regressores, pode ser usado para testar qual modelo é mais apropriado (Hsiao, 1998). Tal teste

foi realizado através de um algoritmo, programado à parte para cada regressão, no Eviews®. As regressões em painel tomaram a forma de dois testes: o teste III e o teste IV.

### Teste III

O modelo para o teste das proposições 1 e 2, é especificado na equação (1), onde  $End_{it}$  é o endividamento da empresa  $i$  no ano  $t$ ;  $ExCont_{it}$  é uma *dummy* para a existência de controle acionário na empresa  $i$  no ano  $t$ ; e  $VC_{jit}$  são variáveis de controle no modelo (variável  $j$ , de um total de 8, medida para a empresa  $i$  no ano  $t$  - tais variáveis são descritas na Ilustração 1):

$$End_{it} = \alpha + \beta ExCont_{it} + \sum_{j=1}^8 \delta_j VC_{jit} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

### Teste IV

O modelo usado nas proposições 3 e 4 possui duas diferenças para o do Teste III: a amostra, composta por firmas com controle acionário definido, e a substituição da variável  $ExCont$ , por  $FCCont$ , que discrimina os direitos a fluxos de caixa do controlador. A equação (2) descreve o teste IV, e a Ilustração 1 apresenta as variáveis usadas nos testes III e IV:

$$End_{it} = \alpha + \beta FCCont_{it} + \sum_{j=1}^8 \delta_j VC_{jit} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Símbolo	Variável	Proxies	Relação esperada	Razão teórica
<b>Variável dependente para o teste das proposições do modelo proposto</b>				
$End_{i,t}$	Endividamento	ELP/PL (PC+ELP)/PL (PC+ELP)/AT ET/(ET+VM)		
<b>Variáveis independentes para o teste das proposições do modelo proposto</b>				
$ExCont_{i,t}$	Existe ou não de controle acionário	EXCON1(*) EXCON2(*) EXCON3(*)	Negativa	Proposição 1
			Positiva	Proposição 2
$FCCont_{i,t}$	Fluxos de caixa do controlador	FCCON1(**) FCCON2(**) FCCON3(**)	Positiva	Proposição 3
			Negativa	Proposição 4
<b>Variáveis independentes para o controle de fatores exógenos ao modelo proposto</b>				
$Luc_{i,t}$	Lucratividade	EBITDA/AT	Indeterminada	Variável de controle
$Tam_{i,t}$	Tamanho	LNAT	Indeterminada	Variável de controle
$OC_{i,t}$	Oportunidades de crescimento	VM/VP CRESVEN	Indeterminada	Variável de controle
$Vol_{i,t}$	Risco do negócio	DPLO/AT	Negativa	Variável de controle
$Tang_{i,t}$	Tangibilidade dos ativos	IMOB/AT	Positiva	Variável de controle
$Camb_{i,t}$	Câmbio fixo	<i>Dummy</i>	Indeterminada	Variável de controle
$FP_{i,t}$	Acionista fundo de pensão	<i>Dummy</i>	Positiva	Variável de controle
$Pub_{i,t}$	Capital público	<i>Dummy</i>	Positiva	Variável de controle
<b>Legenda de siglas:</b>				

ELP=Exigível a longo prazo; PC=Passivo circulante; PL=Patrimônio líquido; AT=Ativo total; VM=Valor de mercado da ação; VP=Valor patrimonial da ação; CRESVEN=Crescimento anual das vendas; LNAT=Logaritmo natural do ativo total; EBITDA=Lucro antes de juros, imposto, depreciação e amortização; DPLO=Desvio padrão do lucro operacional (últimos 5 anos); IMOB=Ativo imobilizado líquido
(*) <i>Dummy</i> para controle acionário, de acordo com as definições CON1, CON2 e CON3.
(**) Direito do controlador aos fluxos de caixa, pelas definições CON1, CON2 e CON3.

### Ilustração 1: Quadro resumo das variáveis do modelo de teste em painéis

As variáveis para o controle de fatores exógenos ao modelo são dimensões usadas em estudos sobre determinantes da estrutura de capital, cujos efeitos esperados sobre o endividamento, omitidos neste trabalho, são resumidos por Terra (2002). Adicionalmente às dimensões sugeridas por aquele autor<sup>xii</sup>, foram utilizadas *dummies* para o controle dos diferentes regimes cambiais no Brasil no período, para a existência de fundos de pensão entre os acionistas, e, para a existência de capital público na base acionária. O quadro da Ilustração 2 resume as proposições efetuadas, bem como os testes utilizados.

Nº da proposição / Enunciado	Explicação teórica	Teste efetuado
1 Empresas controladas têm menos dívidas	Maior monitoração de credores e pgto de juros diminui o consumo de benefícios privados	U de Mann-Whitney Dados em painel
2 Empresas controladas têm mais dívidas	Menos custos de agência, viabilizando novas emissões	U de Mann-Whitney Dados em painel
3 Relação positiva entre direito a fluxos de cx do controlador e dívida	Quanto menor este direito, maior o ganho com expropriação, e maior a perda com a monitoração de credores e pgto de juros	Kruskal-Wallis Dados em painel
4 Relação negativa entre direito a fluxos de cx do controlador e dívida	Menos custos de agência, viabilizando novas emissões	Kruskal-Wallis Dados em painel

### Ilustração 2: Quadro resumo das proposições efetuadas

#### 2.3. A amostra e a coleta dos dados

O universo corresponde às empresas negociadas na Bovespa, no período de 1996 a 2002. Foram excluídas as instituições financeiras, pois o endividamento faz parte da sua atividade fim. A amostra final foi composta por 322 empresas. Cabe ressaltar que foi exigido que as empresas apresentassem informações para pelo menos três anos no período estudado.

As fontes dos dados são distintas: os contábeis, bem como aqueles para o critério de definição de controle CON3, foram extraídos do Economática<sup>®</sup>. Já os dados sobre estrutura de propriedade, para os critérios CON1 e CON2, vêm das IAN's (*site* da CVM). Finalmente, os dados sobre fundos de pensão (CGC's) foram retirados de uma lista de associados à ABRAPP (Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar).

#### 3. Resultados dos testes

Partindo da apresentação dos dados utilizados neste trabalho, bem como da forma como foram coletados, passa-se, então, à apresentação dos resultados.

##### 3.1. O Teste U de Mann Whitney

Os resumos dos testes *U* constam na Tabela 1. Destaca-se que, dependendo do critério para controle acionário, diferentes *proxies* do nível de endividamento foram significativas. PE\_AT somente foi significativa para o critério de controle CON3. Por outro lado, as variáveis DIV\_VR, ELP\_PL e PCELP\_PL apresentaram significância ao nível de 5% (ou menos) para o critério de controle CON2. No caso do critério CON1, as variáveis *proxy* ELP\_PL e DIV\_VR apresentaram resultado significativo a 5%. Também o sinal da relação apresentou diferenças: para os critérios CON1 e CON2, em cinco dos modelos a relação entre endividamento e existência de controle apresentou-se negativa. Somente uma relação positiva significativa foi apontada, para o critério de controle CON3.

**Tabela 1: Resumo do teste *U* de Mann-Whitney.**

Definição de controle	Estatística	Variável			
		ELP_PL	PCELP_PL	PE_AT	DIV_VR
CON1	Mann-Whitney U	415325	425981	445578.5	204375.5
	Z	-2,4200**	-1,5180	-0,0690	-2,2140**
	Sinal da relação	Negativo	Negativo	Negativo	Negativo
CON2	Mann-Whitney U	408739.5	416517	441142.5	205577
	Z	-2,8980***	-2,2390**	-0,3380	-1,9750**
	Sinal da relação	Negativo	Negativo	Negativo	Negativo
CON3	Mann-Whitney U	401182	395391	379378	203325
	Z	-0,0850	-0,5960	-2,1950**	-0,3140
	Sinal da relação	Negativo	Negativo	Positivo	Positivo

\* Sig. a 10% \*\* Sig. a 5% \*\*\* Sig. a 1%

O fato de o nível de endividamento ter se mostrado significativamente diferente no grupo com controle definido, em relação ao grupo sem definição de controle, em seis das doze observações, sugere a relevância do controle para a estrutura de capital das empresas.

### 3.2. Teste one-way Anova de Kruskal-Wallis

O teste de Kruskal-Wallis utilizou a sub-amostra de empresas com controle definido. A Tabela 2 traz, para cada *proxy* para controle acionário definido, a significância do teste e o sinal da relação entre o percentual de capital do controlador e o nível de endividamento da empresa. Esta última relação foi verificada através da ordenação do *rank* médio dos quintis e, quando não houve relação linear com a dívida, o sinal da relação foi considerado ambíguo.

**Tabela 2: Resumo do teste de Kruskal-Wallis**

Definição de controle	Estatística	Variável			
		ELP_PL	PCELP_PL	PE_AT	DIV_VR
CON1	qui quadrado	8,1197*	5.129	9.5176**	29.4495***
	Sinal da relação	Ambíguo	Ambíguo	Ambíguo	Ambíguo
CON2	qui quadrado	16.5049***	9.2401	17.4313***	42.0922***
	Sinal da relação	Ambíguo	Ambíguo	Ambíguo	Ambíguo
CON3	qui quadrado	7.7364	13.2088**	28.0869***	24.8093***
	Sinal da relação	Ambíguo	Ambíguo	Ambíguo	Ambíguo

\* Sig. a 10% \*\* Sig. a 5% \*\*\* Sig. a 1%

Para a definição de controle CON1, verifica-se que o indicador baseado no valor de mercado da empresa (DIV\_VR) foi significativo a 1%, sendo a *proxy* PE\_AT significativa a 5% e ELP\_PL a 10%. Para o critério CON2 a relação foi significativa a 1% para os

indicadores ELP\_PL, PE\_AT e DIV\_VR. O último critério (CON3) apresentou relação significativa a 1% para as sub-rogadas PE\_AT e DIV\_VR e a 5% para a *proxy* PCELP\_PL. Sobre os sinais das relações, nota-se que para todas as variáveis ele foi considerado ambíguo, ou seja, não houve uma relação linear, direta ou inversa entre os *ranks* médios dos quintis de percentual acionário do controlador e os indicadores de endividamento.

O direito a fluxos de caixa do controlador mostrou relevância, em sua relação com o endividamento, em nove dos doze testes, sugerindo, apesar da ambigüidade dos sinais, a importância dos potenciais conflitos entre majoritários e minoritários para o estudo da estrutura de capital no Brasil.

### 3.3. Tratamento para o descarte de outliers

A inclusão de valores extremos em análises paramétricas pode distorcer resultados, o que fez com que se optasse pelo descarte dos *outliers* antes dos testes paramétricos. Por um lado, isto pode ser criticado, pois a pesquisa visa a explicar a realidade, total ou parcialmente. Por outro, argumenta-se que este procedimento possui a vantagem de melhoria na qualidade dos testes paramétricos, e é válido dizer que os dados representam melhor o comportamento médio das variáveis. Para tanto, utilizou-se o critério dos gráficos *box-plot*, que segundo Hair *et.al.* (1998), consiste em descartar os dados que não permanecerem no intervalo compreendido entre o valor do primeiro quartil menos 1,5 vezes o intervalo interquartilico, e o valor do terceiro quartil mais 1,5 vezes o intervalo interquartilico<sup>xiii</sup>.

### 3.4 Regressões com dados em painel

Partindo dos resultados do teste de Hausman<sup>xiv</sup>, foram efetuadas regressões em painel, para as 3 definições de controle (CON1, CON2 e CON3), em cada teste (Testes III e IV). Foram testadas, a existência de controle (EXCONT), nas proposições 1, 2 e 5, e os fluxos de caixa do controlador onde há controle definido (FCCONT), nas proposições 3, 4 e 6. Utilizou-se duas *proxies* para oportunidades de crescimento (P\_VPA e CRESREC), totalizando assim, 48 regressões iniciais, (24 na amostra total e 24 na subamostra “controladas”). Os testes para a verificação dos problemas nas regressões são citados na Ilustração 3<sup>xv</sup>: As estatísticas de Durbin-Watson (DW) detectaram problemas de autocorrelação em diversas das equações.

Problema	Procedimento	Resultado
Estacionariedade das séries	Teste de raiz unitária de Dickey-Fuller aumentado	Sem problemas
Multicolinearidade	Matriz de correlações (exigido $\rho < 0,7$ )	Sem problemas
Heterocedasticidade	Estimação robusta por White	
Autocorrelação	Teste de Durbin-Watson, e tratamento pela estimação por mínimos quadrados generalizados.	Autocorrelação em alguns modelos, descartados da análise neste trabalho.

#### Ilustração 3: Testes efetuados nos modelos de regressão em painel

O método de estimação por mínimos quadrados generalizados foi utilizado na tentativa de corrigir a autocorrelação. Para tanto foi incluído o termo AR(1), correspondente aos resíduos defasados onde o teste DW detectou o problema. Em dois dos modelos este procedimento foi capaz de eliminar a autocorrelação.

#### 3.4.1. Descrição dos resultados para o Teste III

As regressões onde não houve problemas de autocorrelação são apresentadas na Tabela 3. Nota-se que a variável EXCONT foi significativa a 1% na regressão três, que

utilizou a variável DIV\_VR como indicador de estrutura de capital, sendo apontada uma relação inversa entre a existência de controle e o endividamento.

É importante ressaltar que dois dos modelos constantes na Tabela 3, as regressões 2 e 4, referem-se à estimação por mínimos quadrados generalizados, com o termo AR(1), utilizado para tratar a autocorrelação, antes detectada no teste de Durbin-Watson. Além da estatística de DW confirmar a eliminação da autocorrelação, o termo AR(1) mostrou-se significativo a 1% nas regressões, demonstrando a relevância para a explicação. É importante, entretanto, desconsiderar o R<sup>2</sup>, pois o mesmo leva em consideração a explicação dada pelos resíduos AR(1).

**Tabela 3: Regressões para o Teste III onde não o teste DW não detectou autocorrelação.**

VARIÁVEIS DEPENDENTES		ELP_PL	PCELP_AT	DIV_VR	PCELP_AT	
Efeitos fixos (EF) ou aleatórios (EA)		(EF)	(EF)	(EF)	(EF)	
Critério para controle acionário		CON 2		CON3		
VARIÁVEIS INDEPENDENTES	Existência de controle	EXCONT	-0.0245 -0.6128	0.0880 1.0745	-0.0485*** -2.8625	-0.1027 -0.9073
	Oportunidade de crescimento	P_VPA	0.0107 0.4103			
		CRESREC		0.0429 0.4347	-0.0061 -0.1153	0.0576 0.5869
	Lucratividade	EBITDA_AT	-0.0098 -0.0921	-1.3894*** -3.9065	-0.4659*** -5.4114	-1.3891*** -3.8530
	Tangibilidade dos ativos	IMOB_AT	-0.0635 -1.3170	-0.4057** -2.4394	-0.0334 -1.4351	-0.4148** -2.4896
	Tamanho	LNAT	0.1424** 2.5055	0.3835** 2.5655	0.120043*** 3.6080	0.3885*** 2.5952
	Volatilidade	VOLATLO	0.8089* 1.9351	0.1497 0.1415	-0.1565 -0.6196	0.1947 0.1807
	Tipo acionista	ACFP	-0.1373** -2.2764	0.0674 0.5539	0.061444** 2.3416	0.0471 0.3921
		ACPub	0.0443 0.6818	-0.1942 -1.6263	-0.0327 -1.2111	-0.1807 -1.5185
	Variação cambial	CAMB	-0.0591*** -2.6133	-0.1507*** -2.8116	0.0457 1.6341	-0.1555*** -2.8880
	Termo AR	AR1		0.3535*** 5.5266		0.3538*** 5.4756
Número de observações			743	485	614	483
R2 ajustado			0.7203	0.8367	0.8300	0.8363
Estatística Durbin-Watson (DW)			1.8643	2.0163	2.0698	1.9949

\* significativo a 10%; \*\* significativo a 5%; \*\*\* significativo a 1%

### 3.4.2. Descrição dos resultados para o Teste IV

Deve-se atentar para o fato de que a primeira e a terceira regressões da Tabela 4 são idênticas. A primeira utilizou CON1, e a quarta, CON2. O fato de serem idênticas se deve, primeiro aos percentuais de fluxos de caixa do controlador, iguais para CON1 e CON2 (o ajuste para “outros acionistas” foi feito apenas na definição da existência de controle). O que

diferencia os percentuais de fluxos de caixa do controlador, utilizando CON1 ou CON2, é que estes somente apresentam valores no caso de existir controle, e CON2 apresenta mais empresas com controle definido do que CON1. Então, o que provavelmente aconteceu foi uma coincidência causada pelos dados faltantes das demais variáveis. Assim, apesar de o teste IV apontar seis modelos sem autocorrelação, são considerados, na análise, apenas cinco.

Dos cinco modelos considerados, o percentual de fluxo de caixa do controlador foi significativo em três, correspondentes às regressões 2, 5 e 6, apresentando relação inversa com as variáveis de endividamento, DIV\_VR e ELP\_PL.

**Tabela 4: Regressões para o Teste IV onde o teste DW não detectou autocorrelação.**

Var. dependentes	pcelpspl	divtsvrnc	pcelpspl	pcelpspl	divtsvrnc	elpspl	
Efeitos	(EA)	(EA)	(EA)	(EF)	(EF)	(EF)	
Controle acionário	CON1	CON2			CON3		
Referência	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	
VARIÁVEIS INDEPENDENTES	FCCONT	-0,0130 -0,0304	-0,2070*** -2,7810	-0,0130 -0,0304	0,0629 0,2578	-0,2054*** -3,4887	-0,2492** -2,0417
	P_VPA	-0,0440 -0,3289		-0,0440 -0,3289			
	CRESREC		0,0434* 1,9594		0,0133 0,0694	0,0234 0,3918	0,0312 0,7565
	EBITDA_AT	-0,3599 -0,9090	-0,5110*** -3,9105	-0,3599 -0,9090	-1,2316* -1,6760	-0,5341*** -3,2334	-0,4640** -2,3172
	IMOB_AT	-0,2974*** -6,4563	-0,1087** -2,2415	-0,2974*** -6,4563	-1,0551*** -5,8819	-0,0745*** -3,2932	-0,1263* -1,8039
	LNAT	0,2152*** 3,0003	0,0287 1,1890	0,2152*** 3,0003	0,6110*** 4,8110	0,1375*** 3,1191	0,1602*** 3,8407
	VOLATLO	3,5444*** 3,7943	0,2214 0,6380	3,5444*** 3,7943	1,0382 0,7141	0,0741 0,1938	-0,1556 -0,2951
	ACFP	-0,0627 -0,3221	0,0053 0,0488	-0,0627 -0,3221	-0,0185 -0,1731	0,0723* 1,6685	0,0008 0,0150
	AC PUB	-0,0866 -0,6748	0,0165 0,3313	-0,0866 -0,6748	0,0531 0,3132	-0,0387 -0,9599	0,0719 1,0765
	CAMB	-0,1504** -2,1680	-0,0181 -0,7160	-0,1504** -2,1680	0,0873* 1,9044	0,0362 1,2372	-0,0569*** -5,9355
Observações	210	183	210	200	379	428	
R2 ajustado	0,1626	0,2350	0,1626	0,8831	0,8145	0,8111	
Estatística D-W	2,0530	2,0427	2,0530	2,1154	2,0878	1,8961	

\* significativo a 10%; \*\* significativo a 5%; \*\*\* significativo a 1%

#### 4. Considerações Finais

Os resultados são resumidos na Ilustração 4. As variáveis para o controle de dimensões exógenas são omitidas na análise por motivo de espaço. Cabe destacar que os testes não paramétricos foram feitos antes e após a exclusão de *outliers*, com resultados semelhantes. Salienta-se, que a opção pela exclusão de valores extremos a importância da realização dos testes não-paramétricos antes do descarte de dados extremos.

O teste *U* de Mann-Whitney confirmou, em 50% das relações<sup>xvi</sup>, a diferença entre

empresas com e sem definição de controle, quanto ao nível de endividamento, sendo tal relação positiva, o que aponta a uma confirmação da Proposição 1.

O teste *one-way anova* de Kruskal-Wallis apresentou significância estatística em 9 das 12 relações testadas. Apesar do sinal ambíguo, a significância foi evidente, corroborando a relação entre os direitos a fluxos de caixa do controlador e o nível de endividamento. Entretanto, a ambigüidade do sinal da relação não permite concluir sobre as proposições 3 e 4.

As regressões múltiplas apresentam a vantagem, em relação aos testes unidimensionais, do controle de várias dimensões. Através das análises em painéis, pôde-se controlar variáveis importantes para a explicação da estrutura de capital das empresas. Uma análise deste resultado aponta evidências da relação negativa entre controle acionário e o nível de endividamento. Tal resultado, entretanto, foi encontrado de forma significativa em apenas uma das regressões onde a estatística DW não apontou autocorrelação. Estas evidências, mesmo que não tão fortes, para a confirmação da Proposição 1, são condizentes com a teoria de que as empresas controladas tenderão a se endividar menos evitando, assim, a monitoração do credor e a diminuição de seus fluxos livres de caixa.

Testes não paramétricos						
Teste	Técnica estatística	Proposição	Variável	Sinal esperado	Sinal encontrado	
					A	B
I	U de Mann-Whitney	1	ExCont (c)	negativo	negativo <sup>(a)</sup>	negativo
		2	ExCont (c)	positivo	negativo <sup>(a)</sup>	negativo
II	Kruskal-Wallis	3	FCCont (d)	positivo	ambíguo	ambíguo
		4	FCCont (d)	negativo	ambíguo	ambíguo
Testes paramétricos						
Teste	Técnica estatística	Proposição	Variável	Sinal esperado	Sinal encontrado	
					C	D
III	Regressão em painéis	1	ExCont (c)	negativo	negativo	
		2	ExCont (c)	positivo	negativo	
IV	Regressão em painéis	3	FCCont (d)	positivo		negativo
		4	FCCont (d)	negativo		negativo

(\*): o sinal da relação foi positivo em uma das seis relações significantes

#### Ilustração 4: Quadro resumo dos principais resultados

Outro ponto a considerar refere-se à existência de evidências mais fortes para a confirmação da Proposição 4: em todos os modelos de regressão onde a variável FCCONT apareceu significativa, o sinal da relação com o nível de endividamento foi negativo. Isto corrobora a idéia da sinalização através do endividamento, pois em empresas controladas onde o controlador detém um baixo percentual de direitos a fluxos de caixa, o potencial para a expropriação é maior. Visando a manter a aceitação do mercado a possíveis novas emissões de ações, aspecto defendido por Valadares (2002), a dívida pode funcionar como um sinal de atenuação do nível de expropriação. Outra possível explicação seria a incapacidade de emissão de novas ações devido à rejeição do mercado causada por reputação negativa quanto à expropriação, o que pode obrigar ao financiamento do crescimento através da dívida.

#### 4.1. Conclusões

As contribuições deste trabalho, portanto, podem ser assim ressaltadas: primeiramente o enfoque através de múltiplos métodos aumenta a robustez dos resultados. Neste sentido

foram utilizados testes não-paramétricos, robustos quanto às distribuições estatísticas. O problema de se controlar variáveis exógenas foi contornado através de regressões em painel. A segunda contribuição foi a consideração de duas diferentes amostras e a utilização de três diferentes critérios para definição de controle.

Sobre as proposições, cabe resgatar os principais resultados: A proposição 1, que previa a relevância do controle acionário para a explicação da estrutura de capital, foi fortemente aceita pelo teste *U* de Mann Whitney, e em um dos modelos em painel. Como previsto, o sinal da relação foi consistentemente negativo para os modelos válidos, corroborando a idéia de que empresas onde o controle acionário é definido tendem a evitar a dívida, ou possuem dificuldades de se financiar com capital de terceiros.

A idéia de que, dentre as empresas controladas, o percentual de capital total do controlador seria relevante, foi confirmada pelo teste *one way anova* de Kruskal-Wallis. A proposição de que as firmas em que o majoritário possui menos direitos a fluxos de caixa são mais endividadas (proposição 4<sup>xvii</sup>), também foi confirmada pelos testes em painel, que indicou fortemente esta relação negativa, sendo suscitadas duas possíveis explicações: (1)-empresas com maior potencial para expropriação (as controladas em que o controlador possui baixo direito a fluxos de caixa) têm dificuldades para emitir ações devido a uma possível rejeição do mercado, e; (2)-tais empresas se endividam como forma de sinalizar ao mercado um baixo nível de expropriação, mantendo abertas as possibilidades de emissões futuras.

Levando em conta o conjunto das proposições, portanto, considera-se que as evidências suportam a idéia de que os incentivos causados pela definição do controle influenciem o nível de endividamento. Acredita-se, portanto, que o presente trabalho cumpre a proposta de investigar a adequação da consideração dos conflitos entre majoritários e minoritários para a explicação da estrutura de capital das empresas negociadas na Bovespa, levando-se em conta a existência de controle acionário nestas empresas.

### Referências Bibliográficas

- ADMATI, A, PFLEIDERER, P., Zechner, J., 1994. Large shareholder activism, risk sharing, and financial market equilibrium. *Journal of Political Economy*, v.102, n.6, 1097-1130.
- AMIHUD, Y., LEV, B., 1981. Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. *Bell Journal of Economics*, v.12, n.2, 605-617.
- BEBCHUK, L., KRAAKMAN, R., TRIANTIS, G., 1999. Stock Pyramids, Cross-ownership, and dual class equity: the Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights. *W.P.: SSRN*.
- BERLE, A., MEANS, G., 1984. *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada*. São Paulo: Abril Cultural,. 335 p.
- DICK, A., ZINGALES, L., 2001. Private Benefits of Control: An International Comparison. *W.P.: SSRN*.
- GRINSTEIN, Y., MICHAELY, R. (2002). Institutional Holdings and Payout Policy. *W.P.: SSRN*.
- HAIR, J., ANDERSON, R., TATHAN, R., BLACK, W., 1998. *Multivariate Data Analysis*. New Jersey: Prentice Hall.
- HARRIS, M., RAVIV, A., 1991. The Theory of Capital Structure. *Journal of Finance*, v.45, n.2, 321-349.
- HSIAO, C., 1999. *Analysis of Panel Data*. Cambridge: Cambridge University Press.
- JENSEN, M., 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers.

*American Economic Review* v.76, n.2, 323-339.

- JENSEN, M., MECKLING, W.**, 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, v.3, n. 4, 305-360.
- KENNEDY, P.**, 1998. *A Guide to Econometrics*. Cambridge: MIT Press.
- LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., VISHNY, R.**, 1998a. Corporate Ownership Around the World. *W. P.: Harvard University, SSRN*.
- , —, —, —, 1998b. Law and Finance. *Journal of Political Economy*, v.106, n.4, 1113-1155.
- , —, —, —, 1999. Investor Protection: Origins, Consequences, Reform. *W. P.: NBER*.
- LEAL, R., CARVALHAL, A., ALOY JR., R., LAPAGESSE, G.** 2000. Estrutura de Controle e Valor de Mercado das Empresas Brasileiras. Florianópolis: *Anais do XXIV ENANPAD*.
- MYERS, S.**, 1977. Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, v.5, n.2, 147-175.
- NENOVA, T.**, 2001. Control Value and Changes in Corporate Law in Brazil. *W.P.: SSRN*.
- PEREIRA, S.**, 2000. Análise da relação entre valor e alavancagem no mercado brasileiro. Florianópolis: *Anais do 24º ENANPAD*.
- PINDICK, R., RUBINFELD, D.**, 1998. *Econometric Models and Economic Forecasts*. 4º edição. Boston: McGraw Hill.
- PROCIANOY, J.**, 1996. Dividendos e tributação: o que aconteceu após 1988-1989. *Revista de Administração*, v. 31, n. 2, 7-18.
- SAITO, R.**, 2001. Share Repurchase Rules and Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from Brazil. Campinas: *Anais do 25º ENANPAD*.
- SCHONORREBERGER, A., PROCIANOY, J.**, 2002. A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras. São Paulo: *Anais 2º SBFIN*.
- SIEGEL, S.**, 1956. *Non-parametric Statistics for the Social Sciences*. N.York: McGraw-Hill.
- TERRA, P.** , 2002. An Empirical Investigation on the Determinants of Capital Structure in Latin America.. Salvador: *Anais do 26º ENANPAD*.
- VALADARES, S.**, 2002. Estrutura de Controle e Propriedade de Empresas Brasileiras, *in: BONONO, M. Finanças Aplicadas ao Brasil*. Rio de Janeiro: FGV editora, 275-298.
- VALADARES, S., LEAL, R.**, 2000. Ownership and Control Structure of Brazilian Companies, *Abante*, v. 3, n. 1.

---

<sup>i</sup> É importante salientar que a Lei 6404/76 proíbe, em seu artigo 244, este último tipo de arranjo.

<sup>ii</sup> De acordo com o estudo, cerca de 62% das empresas possui um controlador e, daquelas em que não há acionista com mais da metade do capital votante, o maior acionista possui em média 32% das ações

<sup>iii</sup> Os autores classificam a legislação brasileira como baseada no Código Civil Francês.

<sup>iv</sup> Pode-se citar como exemplos, Leal, Carvalho, Aloy Jr. E Lapagesse (2000), Dick e Zingales (2001), Procianny (1996), Pereira (2000), Schonorrenberger e Procianny (2002).

<sup>v</sup> Jensen e Meckling (1976) tratam do conflito entre gestores e acionistas, mas suas asserções servem para o conflito entre controlador e minoritários, dado que os gestores tendem a defender os interesses dos controladores.

<sup>vi</sup> O controle indireto é exercido através de pirâmides. Para que exista, o controlador deve possuir 50% dos votos de uma empresa, que possui 50% dos votos de outra, e assim sucessivamente até a empresa no topo da pirâmide.

<sup>vii</sup> Para tal ajuste os % do primeiro nível foram divididos por (1-% de ações em tesouraria)

<sup>viii</sup> Neste ajuste os % do primeiro nível, já ajustados para ações em tesouraria, foram divididos por (1- “outros”).

<sup>ix</sup> Segundo a CVM, podem ser aglutinados sobre a rubrica “outros” os acionistas com menos que 5% de ações.

<sup>x</sup> Para os critérios CON1, CON2 e CON3 foram segregadas as empresas onde havia controle definido.

---

<sup>xi</sup> A divisão em quintis se deu pela consideração de que cinco grupos proporcionam ao mesmo tempo um número razoável de observações em cada um, e uma quantidade de grupos que permite a diferenciação entre os mesmos.

<sup>xii</sup> A dimensão relativa a impostos, sugerida por Terra (2002) não foi considerada neste trabalho.

<sup>xiii</sup> De todos os indicadores, apenas em dois houve o descarte de mais do que 15% dos dados: PCELP\_PL, com 16,56% e ELP\_PL, com 16,51% dos dados. Em outros dois casos (EBITDA\_AT com 11,81% e VOLATLO com 11,57%) o percentual descartado situou-se entre 10% e 15%. Para as demais variáveis, mais de 90% dos dados permaneceram. Ainda, os indicadores de fluxos de caixa dos controladores permaneceram com 100% dos dados.

<sup>xiv</sup> O teste de Hausman foi omitido neste trabalho. Os autores se comprometem a apresentá-lo a interessados.

<sup>xv</sup> Este artigo não apresenta os resultados analíticos dos testes efetuados, se limitando a citá-los e a seus resultados. Os autores se propõem a disponibilizar tais dados a quaisquer interessados.

<sup>xvi</sup> 50% das relações testadas foram significativas, tanto antes quanto depois do tratamento excluindo os *outliers*.

<sup>xvii</sup> As proposições 2 e 3 negam proposições 1 e 4, respectivamente, não sendo novamente referidas.