

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
CENTRO DE ESTUDOS E PESQUISAS EM AGRONEGÓCIOS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM AGRONEGÓCIOS**

Adalberto Schnorrenberger

**DECISÕES DE ENDIVIDAMENTO E RISCO FINANCEIRO NAS
COMPANHIAS BRASILEIRAS DO AGRONEGÓCIO
LISTADAS NA BOVESPA**

**Porto Alegre
2008**

Adalberto Schnorrenberger

**DECISÕES DE ENDIVIDAMENTO E RISCO FINANCEIRO NAS
COMPANHIAS BRASILEIRAS DO AGRONEGÓCIO
LISTADAS NA BOVESPA**

**Tese de Doutorado apresentado ao Programa de Pós-Graduação
em Agronegócios da Universidade Federal do Rio Grande do Sul,
como requisito parcial para a obtenção do título de Doutor em
Agronegócios.**

Orientador: Dr. Jaime Evaldo Fensterseifer

Co-orientador: Dr. João Armando Dessimon Machado

**Porto Alegre
2008**

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)

S362d Schnorrenberger, Adalberto

Decisões de endividamento e risco financeiro nas companhias brasileiras do agronegócio listadas na BOVESPA / Adalberto Schnorrenberger. – 2008.

87 f.

Tese (doutorado) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Centro de Estudos e Pesquisas em Agronegócios, Programa de Pós-graduação em Agronegócios, 2008.

Orientador: Dr. Jaime Evaldo Fensterseifer, co-orientador: Dr. João Armando Dessimon Machado.

1. Agronegócios. 2. Risco financeiro. 3. Endividamento. 4. Estrutura de capital. I. Título.

CDU 631.1

Ficha elaborada pela Biblioteca da Escola de Administração – UFRGS

ADALBERTO SCHNORRENBERGER

**DECISÕES DE ENDIVIDAMENTO E RISCO FINANCEIRO NAS
COMPANHIAS BRASILEIRAS DO AGRONEGÓCIO
LISTADAS NA BOVESPA**

**Tese de Doutorado apresentado ao Programa de Pós-Graduação
em Agronegócios da Universidade Federal do Rio Grande do Sul,
como requisito parcial para a obtenção do título de Doutor em
Agronegócios.**

Conceito final:

Aprovado em ____ de _____ de _____

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Pedro Carvalho de Mello – ESALQ

Prof. Dr. Egon Fröhlich – UFRGS

Prof. Dr. Luiz Carlos Federizzi - UFRGS

Prof. Dr. Oscar Claudino Galli – UFRGS

Orientador – Prof. Dr. Jaime Evaldo Fensterseifer - UFRGS

Co-orientador – Prof. Dr. João A. Dessimon Machado - UFRGS

AGRADECIMENTOS

Meus agradecimentos a todos que contribuíram, de uma ou de outra forma, para a realização deste trabalho.

Em especial ao Centro Universitário UNIVATES, que ajudou para a realização deste projeto profissional.

A minha esposa Sandra e ao meu filho Arthur, pela paciência e compreensão.

Aos meus orientadores, professores Jaime E. Fensterseifer e João Armando Dessimon Machado, que souberam orientar e apontar os caminhos nos momentos difíceis desta trajetória.

RESUMO

É comum afirmar que o segmento do agronegócio apresenta especificidades e características que resultam em decisões diferenciadas dos demais setores, muito embora isso ainda não tenha sido comprovado. Diante disso, este estudo buscou investigar o endividamento e o risco financeiro, através da análise da estrutura de capital das companhias brasileiras do agronegócio, listadas na Bovespa em 31 de dezembro dos anos de 1995 a 2000. Para isso, testou-se a existência de diferenças entre as decisões de estrutura de capital das companhias preponderantemente do agronegócio, com as demais companhias. Para algumas variáveis da estrutura de capital, verificou-se diferença significativa entre os grupos, sendo o grupo do agronegócio superior ao grupo das demais companhias. Os resultados sugerem maior endividamento e risco financeiro das companhias do agronegócio, em relação ao grupo das demais companhias, possivelmente pelas características e peculiaridades do segmento. O estudo buscou ainda identificar relação entre decisões de estrutura de governança e decisões de estrutura de capital, para as companhias do agronegócio. Foram encontradas associações significativas, com baixa correlação, entre estrutura de governança e estrutura de capital do agronegócio, em alguns dos índices de endividamento utilizados. De acordo com os resultados, sugere-se que quanto mais concentrada a estrutura de governança, menor o endividamento e risco financeiro, confirmando resultados encontrados no mercado brasileiro e no mercado internacional.

Palavras-chaves: Decisão. Estrutura de Capital. Estrutura de Governança. Endividamento de Risco. Agronegócio.

ABSTRACT

We often state that agribusiness segment provides specificities and characteristics resulting in decisions different from other areas, although it is not yet been proven true. Hence, this study has sought to investigate indebtedness and risk by analysing the capital structure in Brazilian agribusiness companies listed in the São Paulo Stock Exchange on 31st December from 1995 to 2000. Thus, we have checked the existence of differences between capital structure decisions in chiefly agribusiness companies, and other companies. For some capital structure variables, we have found significant difference among groups, and the agribusiness group was higher than other companies. The results have indicated more indebtedness and risk for agribusiness companies, in relation to the other companies, probably due to specificities and characteristics of the segment. The study has also sought to identify the relation between governance structure decisions and capital structure decisions for agribusiness companies. We have found significant associations with low correlation between governance structure and agribusiness capital structure and some indebtedness rates used. Results have suggested that the more concentrate the governance structure, the lower indebtedness and risk, which confirms results found in the Brazilian and international markets.

Key-words: Decision. Capital Structure. Governance Structure. Risk Debt. Agribusiness.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Quadro 1 – Estudos e pesquisas sobre estrutura de capital no Brasil	51
Figura 1 – Distribuição do agronegócio por setor	62
Figura 2 - Médias para índice de endividamento que apresentou diferenças entre os segmentos	66
Figura 3 - Médias para índice de endividamento que apresentou diferenças entre os segmentos	66
Figura 4 - Médias para índice de endividamento que apresentou diferenças entre os segmentos	67
Figura 5 - Médias para índice de endividamento que apresentou diferenças entre os segmentos	67

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Estatísticas Descritivas gerais para as variáveis avaliadas	63
Tabela 2 - Estatísticas Descritivas para as variáveis avaliadas em cada grupo	64
Tabela 3 - Valores das estatísticas F para o teste dos efeitos de segmento, anos e da interação segmento x anos e estrutura de covariância selecionada para os diferentes índices de endividamento	65
Tabela 4 - Correlações de <i>Spearman</i> entre Variáveis de Estrutura de Governança e Estrutura de Capital para companhias do agronegócio.....	71

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AT - Ativo Total

Bovespa – Bolsa de Valores de São Paulo

CVM – Comissão dos Valores Mobiliários

ELP - Exigível a Longo Prazo

ELP - Exigível a Longo Prazo

IFLP - Instituições Financeiras de Longo Prazo

IFCP - Instituições Financeiras de Curto Prazo

ON - Ações Ordinárias

PC - Passivo Circulante

PL - Patrimônio Líquido

PL - Patrimônio Líquido

PN - Ações Preferenciais

PT - Passivo Total

Val- Valor Presente Líquido

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	11
1.1	PROBLEMA DE PESQUISA	12
1.2	JUSTIFICATIVA	14
1.3	OBJETIVOS	16
1.3.1	Objetivo Geral	16
1.3.2	Objetivos Específicos	17
2	REFERENCIAL BIBLIOGRÁFICO	18
2.1	GOVERNANÇA CORPORATIVA	18
2.1.1	Governança corporativa no mercado internacional	19
2.1.2	A legislação societária brasileira e a estrutura de governança	23
2.2	A INFLUÊNCIA DA ESTRUTURA DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NAS DECISÕES DE ESTRUTURA DE CAPITAL NO MERCADO INTERNACIONAL	26
2.3	DECISÕES DE ESTRUTURA DE CAPITAL	45
2.3.1	A teoria sobre estrutura de capital	45
2.3.2	A estrutura de capital ótima	46
2.3.3	A estrutura de capital e o setor econômico	47
2.3.4	Pecking order e assimetria de informações	48
2.3.5	Os benefícios fiscais decorrentes das decisões de estrutura de capital	50
2.3.6	A estrutura de capital no mercado brasileiro	50
2.3.7	Estratégias de financiamento no agronegócio brasileiro	52
3	MÉTODO	54
3.1	VARIÁVEIS REPRESENTATIVAS UTILIZADAS	54
3.1.1	Variáveis representativas de estrutura de governança	54
3.1.1.1	Justificativas para as variáveis de estrutura de governança	55
3.1.2	Variáveis representativas de estrutura de capital	55
3.1.2.1	Justificativas para as variáveis de estrutura de capital	56
3.2	FORMULAÇÃO DAS HIPÓTESES	58
3.3	PROCEDIMENTOS ESTATÍSTICOS	59
3.3.1	Verificação de diferenças em posição entre os segmentos	59
3.3.1.1	Expectativa de resultados para as diferenças de posição entre os segmentos	59

3.3.2	Verificação da relação entre as variáveis representativas da estrutura de governança e as variáveis representativas da estrutura de capital das companhias brasileiras do agronegócio.....	60
3.3.2.1	Expectativa de resultados quanto à associação.....	60
4	ANÁLISE DOS RESULTADOS	62
4.1	DESCRIÇÃO DOS DADOS.....	62
4.2	VERIFICAÇÃO DE DIFERENÇAS ENTRE OS SEGMENTOS DE EMPRESAS QUANTO A POSIÇÃO.....	64
4.3	RELAÇÃO ENTRE ESTRUTURA DE GOVERNANÇA E ESTRUTURA DE CAPITAL PARA AS EMPRESAS DE AGRONEGÓCIO	70
5	CONCLUSÕES E DISCUSSÃO	72
	REFERÊNCIAS	76
	ANEXO A- RELAÇÃO DOS DEMAIS SETORES.....	87

1 INTRODUÇÃO

Em virtude da crescente adaptação dos grupos empresariais e da adequação dos modelos de organização da produção a novo padrão competitivo internacional, a indústria, de modo geral, sofreu rigoroso processo de mudança estrutural. Isso resultou no surgimento de novas fontes de competitividade e na perda da importância das vantagens competitivas tradicionais, como as baseadas nas disponibilidades de recursos naturais e no trabalho de baixa especialização e de baixo custo (SOUZA, 2002).

Nesse contexto, a competitividade organizacional é representada pela capacidade da empresa de formular e implementar estratégias de concorrência que lhe permitam conservar, de forma duradoura, posição sustentável no mercado (COUTINHO; FERRAZ, 1994). Está relacionada, portanto, à sua capacidade de ação estratégica, de investimentos em inovação de processo e de produto, marketing e recursos humanos, por estes fatores estarem associados à preservação, renovação e melhoria das vantagens competitivas dinâmicas (JANK; NASSAR, 2000).

No que tange à avaliação da competitividade, esta requer aprofundamento dos estudos das origens das vantagens competitivas, construídas e vinculadas às especificações do produto, ao processo de produção, às vendas, à gestão, às escalas produtivas, aos tamanhos do mercado, aos condicionantes da política econômica, às disponibilidades e infra-estrutura, a aspectos de natureza legal, ao financiamento da empresa, entre outras (FERRAZ; KUPFER; HAGUENAUER, 1995).

No processo de decisão das estratégias empresariais devem-se buscar os elementos analíticos centrais de compreensão da competitividade. Desse modo, seriam competitivas as empresas que a cada instante adotassem estratégias competitivas mais adequadas ao padrão de concorrência setorial. Assim, para analisar a capacidade de formulação e implementação de estratégias, cabe identificar os fatores relevantes para o sucesso competitivo, que variam de setor a setor, de acordo com o padrão vigente (FERRAZ; KUPFER; HAGUENAUER, 1995).

Quanto ao agronegócio, há que se considerar ainda que devido a questões específicas que envolvem o segmento, como a duração do ciclo produtivo e financeiro, os riscos adicionais de clima, pragas e doenças, possivelmente decretam ao setor decisões diferenciadas de endividamento e risco financeiro em relação as companhias dos demais setores.

Sob a perspectiva gerencial, as decisões podem não ser apenas determinadas por fatores contextuais internos e externos, mas também por outros aspectos importantes, como valores, objetivos, preferências e interesses dos gestores e proprietários do negócio, que provocam impacto nas preocupações básicas de risco (GASSON, 1973). Esta situação pode acontecer quando da existência do círculo vicioso de baixo risco e de baixas taxas de crescimento, provocado pela preocupação do gestor-proprietário em manter o controle acionário, fazendo com que a empresa não utilize a alavancagem financeira como impulsionadora do crescimento (CASELANI, 1996).

As decisões de estrutura de capital podem ser influenciadas, portanto, pela estrutura de governança¹ existente nas organizações, ao serem tomadas considerando os interesses dos envolvidos na administração ou no controle da empresa (SCHNORRENBARGER, 2002). Os modelos políticos caracterizados sob a perspectiva de que os indivíduos e grupos internos possuem interesses podem influenciar a escolha e a formulação de objetivos. Neste caso, os objetivos são produto da política de interesses, e não refletem a real necessidade da organização (MOTTA, 1998). Por isso, crescem os riscos de insolvência financeira e aumenta a preocupação com as decisões de endividamento e risco financeiro nos diversos setores empresariais.

Esta pesquisa e seus resultados estão apresentados em itens. Nos itens iniciais constam o problema de pesquisa, os objetivos e a justificativa do estudo. Em seguida, há a fundamentação teórica sobre estrutura de governança e estrutura de capital. O item seguinte traz o plano metodológico do estudo, as variáveis utilizadas, as hipóteses, os procedimentos estatísticos e as expectativas de resultados. Posteriormente, é descrita a análise dos resultados. Ao final, são apresentadas as conclusões evidenciadas com o estudo.

1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

Refere-se comumente que o segmento do agronegócio é mais arriscado que os demais setores da economia. Isso ocorre devido às especificidades e particularidades a que o mesmo está sujeito. A literatura sobre o segmento também menciona a vulnerabilidade aos períodos

¹ Denominação dada no estudo ao controle e composição acionária das companhias.

turbulentos da economia nacional e aos fatores incontrolláveis como clima, pragas e doenças, como seus elementos de risco.

Embora a literatura e o mercado façam afirmações sobre os riscos do agronegócio, nenhum estudo com cunho científico foi encontrado sobre o endividamento e o risco financeiro de um grupo de companhias do agronegócio comparados com as demais companhias, procurando evidenciar o que se afirma na literatura e no mercado.

Outra resposta ainda não dada pelos estudos científicos sobre o agronegócio diz respeito à relação da estrutura de governança com a estrutura de capital. Sabe-se que a grande maioria do mercado acionário brasileiro é composta por empresas de controle concentrado cujas decisões podem ser influenciadas pela aversão ao risco, já que o patrimônio do gestor-controlador está vinculado ao patrimônio da empresa. Por isso, o gestor-controlador pode pretender manter o controle acionário quando houver menor risco e dispersá-lo nas situações de risco elevado, agindo, desta forma, em benefício próprio, e, portanto, oportunisticamente.

Os conflitos de agência podem ocorrer nas relações entre acionistas e diretores executivos, aos quais é confiada a gestão das companhias (ANDRADE; ROSSETI, 2004). As boas práticas de governança foram moldadas para harmonizar interesses em conflitos e bloquear oportunismos, tanto os praticados pela direção, em detrimento dos proprietários, quanto os praticados por acionistas majoritários, em detrimento dos minoritários.

Em decorrência disso, existe a preocupação dos agentes reguladores de mercado com as questões relativas aos conflitos e interesses dos envolvidos, como também com os efeitos da estrutura de controle nas decisões empresariais, pois elas tendem a aumentar os riscos e incertezas, tanto dos agentes de crédito e financiamento como dos investidores (SCHNORRENBURGER, 2002).

Esses aspectos acabam por dificultar a captação de recursos em momentos de situação adversa, bem como limitar a alavancagem do crescimento do setor. Isso ocorre porque o desempenho do mercado de capitais e os serviços financeiros existentes em um mercado exercem papel crucial para a competitividade e o crescimento sustentável dos diversos setores econômicos de um país.

Atitudes voluntárias para a efetivação de uma boa governança corporativa e as regras e as normas recentemente oferecidas no Novo Mercado² demonstram que algumas empresas, embora ainda de forma preliminar, juntamente com os agentes reguladores (Bovespa – Bolsa de Valores de São Paulo e CVM – Comissão dos Valores Mobiliários), buscam oferecer maior transparência nas informações e maior segurança a todos os investidores no que se refere à existência da assimetria informacional e de contratos incompletos nas organizações (SCHNORRENBURGER, 2002).

Importante salientar que as empresas que adotam o conceito de governança corporativa tendem a dar maior transparência de seus negócios e padrões contábeis e financeiros para o mercado, tornando-se empresas com maior aceitação geral e, conseqüentemente, atrativas para investimentos (PADOVEZE, 2003). Tais atitudes tornam-se imprescindíveis para promover o aumento da credibilidade dos investidores internos e externos pelas companhias e o desenvolvimento do mercado brasileiro.

Desse modo, a governança corporativa busca representar a relação entre os investidores que é utilizada para determinar e controlar a direção estratégica e o desempenho das organizações (MITCHELL; AGLE; WOOD, 1997), bem como tem se preocupado com a identificação de maneiras que garantam que as decisões estratégicas sejam tomadas eficientemente (DAVIS; SCHOORMAN; DONALDSON, 1997).

Sob esse contexto, pretende-se no presente estudo verificar se existem diferenças de endividamento e risco entre companhias do agronegócio e as demais companhias, analisando-se a estrutura de capital, bem como verificar se existem associações importantes entre estrutura de governança e estrutura de capital das companhias do agronegócio.

1.2 JUSTIFICATIVA

O Brasil apresenta momentos alternados de recessão e expansão econômica, trazendo maior risco às decisões financeiras. Essa situação leva os executivos financeiros a decidir com cautela as alternativas de endividamento e risco financeiro, pois é a partir dessas que poderão

² Segmento destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa e divulgação adicionais em relação ao que é exigido pelo mercado.

desencadear-se dificuldades financeiras, ou mesmo utilização maior ou menor da alavancagem financeira para o crescimento das empresas (SCHNORRENBARGER, 2002).

Além disso, a maioria das companhias brasileiras apresenta controle acionário concentrado, sugerindo aversão ao endividamento e ao risco financeiro por parte dos acionistas controladores.

Por outro lado, vêm crescendo também a tendência no sentido da adoção de atitudes voluntárias para a efetivação de uma boa governança corporativa por parte das empresas que visam ter melhor relacionamento entre os acionistas, os auditores independentes, os executivos da empresa e os conselheiros de administração (LODI, 2000).

Importante destacar a importância do fomento ao crédito no Brasil. No país, as opções de financiamento estão restritas às linhas de financiamento oferecidas por órgãos governamentais, limitando as alternativas de captação de recursos de longo prazo. Aspectos relacionados a esta particularidade podem destacar a importância da captação de fundos de longo prazo, principalmente para segmentos que demandam maior necessidade de recursos, conforme sugere ser o agronegócio.

Ressaltam-se ainda as especificidades de clima, pragas, doenças e maiores ciclos produtivo e financeiro existentes no agronegócio, que presumem decisões diferenciadas de endividamento e risco financeiro em relação aos demais setores da economia.

Embora não seja tarefa fácil delimitar as fronteiras intersetoriais que venham a definir o que seja a cadeia do agronegócio no Brasil, estudos estimam que ele possa representar mais de 30% do Produto Interno Bruto, empregar mais de 35% da população economicamente ativa residente e responder por mais de 40% das exportações (CALDAS, 1998).

Estudo do mercado brasileiro indica que a agroindústria³ representa cerca da metade do valor da transformação industrial de alguns estados, e, quanto mais competitivo e eficiente o setor agrícola, maior o potencial de crescimento, não só do setor, mas da economia em geral (ALVES, 2002).

³ A agroindústria é parte do agronegócio e constitui-se no segmento que transforma ou processa matérias-primas agropecuárias em produtos elaborados, adicionando valor ao produto, juntamente com o setor de distribuição da produção para o consumidor final (PARRÉ, ALVES E PEREIRA, 2002).

Segundo pesquisa industrial do IBGE (2006), na última década do século passado, a parcela das agroindústrias correspondeu a quase 50% do total das indústrias, especificamente, 48,5% em 1990, 49% em 1996, 49,2% em 1998 e 48,1% em 1999. Considerando o total de empregados, 42,2% trabalhavam em agroindústrias no ano de 1990, 46% em 1996, 45% em 1998 e 45,7% em 1999.

Sobre o agronegócio Pinazza e Alimandro (1999) afirmam que o setor tem papel estratégico no desenvolvimento das nações, de proporcionar bem-estar e lazer, de preservação do meio ambiente e até mesmo de absorver a mão-de-obra no saturado mercado de trabalho.

Diante da relevância do mercado do agronegócio no país, e de não haver encontrado pesquisas sobre diferenças de endividamento e risco financeiro entre companhias deste segmento e as demais companhias, bem como sobre a relação entre estrutura de governança e as decisões de estrutura de capital das companhias do agronegócio, a presente pesquisa justifica-se com o propósito de evidenciar particularidades e especificidades do agronegócio no mercado brasileiro.

1.3 OBJETIVOS

1.3.1 Objetivo Geral

Investigar o endividamento e o risco financeiro, através da análise da estrutura de capital das companhias brasileiras do agronegócio, listadas na Bovespa em 31 de dezembro dos anos de 1995 a 2000.

1.3.2 Objetivos Específicos

- Verificar a existência de endividamento e risco financeiro diferenciado entre a estrutura de capital das companhias brasileiras do agronegócio e as companhias dos demais setores;
- Verificar a aversão ao endividamento e risco financeiro estimando-se a associação da estrutura de governança com a estrutura de capital das companhias brasileiras do agronegócio.

2 REFERENCIAL BIBLIOGRÁFICO

2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA

De acordo com Andrade e Rosseti (2004) existem dois modelos de governança que se destacam. O primeiro predominantemente praticado nos Estados Unidos e no Reino Unido, objetiva mais estritamente os interesses dos acionistas, como a maximização do retorno do empreendimento e do valor da empresa. O segundo modelo é inspirado em recomendações de organizações multilaterais, e, estende o conceito a um leque mais aberto de interesses, sociais e ambientais, não obstante mantenha como essenciais os bons resultados financeiros das corporações.

Os mesmos autores registram três marcos históricos na abordagem da governança. Monks (2001), nos Estados Unidos, teve a iniciativa pioneira, inconformado com a passividade dos acionistas e com as práticas oportunistas dos executivos das corporações. Suas proposições visavam um país com o mercado de capitais mais desenvolvido do mundo, de maiores dimensões, com maior número de empresas listadas nas bolsas de valores e com atuação significativa de grandes investidores institucionais (ANDRADE; ROSSETI, 2004).

Andrade e Rosseti (2004) afirmam que o segundo marco, de origem britânica, foi a constituição de um comitê de alta representatividade, envolvendo corporações, mercado acionário e órgãos reguladores. O terceiro marco foi de maior abrangência institucional, que ocasionou o surgimento e o interesse de uma organização multilateral pelo tema governança.

A governança corporativa pode ser identificada como os mecanismos ou princípios que governam o processo decisório dentro da empresa. Governança Corporativa pode ser também entendida como um conjunto de regras que visam reduzir os problemas de agência (CARVALHO, 2002).

2.1.1 Governança corporativa no mercado internacional

A estrutura de governança, existente em várias regiões do mercado internacional tem sido foco de pesquisa de vários trabalhos.

Nos países com regulamentação menos rígida dos contratos entre empresas e investidores, os acionistas, conforme observaram La Porta et al. (1997), requerem níveis mais elevados de *payout* de dividendo.

Estudos de nível internacional têm versado sobre melhores práticas de governança corporativa e das questões referentes aos conflitos e interesses relativos aos acionistas controladores. Pesquisando sobre esses pontos, Shleifer e Wolfenzon (2000) evidenciaram que a capitalização do mercado acionário, o número de empresas que negociam nas bolsas e os pagamentos de dividendos serão maiores quanto maior for a proteção legal em vigor no mercado de ações em dado país.

Em pesquisa realizada com empresas de 27 economias ricas visando a identificar as características do controle acionário existente nas companhias destes países, La Porta, Lopez-Silanes e Shleifer (1998) constataram que o principal problema de agência nas maiores companhias do mundo refere-se ao alto grau de expropriação dos acionistas minoritários pelos acionistas controladores. Grande parte das empresas pesquisadas da Europa separam propriedade e controle, aspecto que possibilita minimizar os interesses e os conflitos de agência. Companhias tipicamente familiar, com estruturas de controle concentradas, foram identificadas pelos autores em países com pouca proteção legal aos acionistas.

Em um universo de 3.740 corporações, de cinco países da Europa Ocidental, investigadas quanto à propriedade e o controle, Faccio e Lang (2000) observaram que um dos tipos mais significativos de acionistas controladores, com 43,9%, são as famílias. Evidenciaram também que poucas famílias concentram expressiva riqueza nas mãos. Naquela região da Europa, conforme os autores, o emprego dos *cross-holdings* - pirâmides e cruzamento de propriedades – visa à obtenção do controle.

Esse estudo traçou um comparativo entre os dados que obteve com as recentes estruturas da propriedade do leste da Ásia e a dos países pesquisados por La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1998). Nele, Faccio e Lang (2000) constataram que a separação da propriedade do controle nos casos analisados põe as corporações frente a um problema de agência.

Esse problema, nas corporações americanas, ocorre entre os gerentes e os acionistas minoritários. No leste da Ásia, essa separação da propriedade do controle ocorre entre os proprietários controladores e os acionistas minoritários, pois as corporações são demasiadamente controladoras e comandadas pela minoria. Ao mesmo tempo, predomina a estrutura de controle da propriedade realizado por uma família, a qual normalmente indica um gerente da alta administração.

Nesses países, o problema de agência existente consiste na expropriação dos acionistas externos pelo acionista controlador. Essa ação pode ser praticada pelos *insiders*, os quais firmam termos imparciais de vendas entre grupos internos de bens e serviços e transferências de ativo e lances de controle. Na Europa Ocidental verificou-se um padrão de controle similar ao do leste da Ásia, entretanto, o estudo não averiguou naquela a expropriação significativa constatada no leste da Ásia. A Europa Ocidental, valendo-se de instrumentos internos de controle, apresenta indícios de ter evitado os problemas controlando a expropriação.

Em estudo sobre os países do G-7, Rajan e Zingales (1995) evidenciaram relevante diferença institucional quanto ao nível de concentração da propriedade e à ação do mercado no controle das corporações. Os Estados Unidos, o Reino Unido e, num grau menor, o Canadá dispõem de firmas com estrutura de controle dispersa, no entanto, seu mercado de *takeover* é ativo. Na Europa Continental e no Japão, por sua vez, a propriedade é altamente concentrada devido à intersecção de posse entre as companhias, ao acúmulo de propriedade e aos dois tipos de ações. Em consequência a esta realidade, o mercado revela pouca ocorrência de aquisições hostis.

Na Ásia Oriental, a separação entre propriedade e controle de 2.980 corporações de nove países foi averiguada por Claessens, Djankov e Lang (1999). Os autores observaram que nas empresas familiares e nas pequenas empresas a separação entre propriedade e controle é mais evidente. A maioria das empresas, mais de dois terços, é controlada por apenas um acionista. No caso das empresas controladas de perto, a tendência é de os gerentes serem parentes da família do acionista controlador, enquanto nas empresas mais antigas o poder é

comandado pela família, que não aceita a concepção de que a propriedade dispersa-se ao longo do tempo. Por fim, os autores verificaram que, na Ásia Oriental, considerável riqueza empresarial concentra-se em poder de poucas famílias.

Alto grau de concentração da propriedade foi comprovado por Valadares e Leal (2000) ao examinar a estrutura da propriedade e de controle de companhias públicas brasileiras. Os autores consideraram dados de 325 companhias listadas na Bolsa de Valores de São Paulo. No estudo, evidenciaram que, nas organizações, o maior acionista detém em torno de 41% do capital de ações e os cinco maiores somam 61%. Essa concentração ocorre normalmente no caso de ações com direito a voto de 62% das companhias com um único acionista com mais de 50% dos direitos a voto. Em média, somente 54% do capital das empresas são ações, e somente 11% das companhias não possuem ações preferenciais.

O controle das companhias belgas listadas na Bolsa de Valores, conforme análise realizada por Becht, Chapelle e Renneboog (2000), é altamente concentrado, tendo papel relevante nessa situação os grupos de negócios, as *holdings* e os pactos referentes aos direitos de voto (*voting pacts*). A propriedade empresarial e o mercado acionário, na Bélgica, têm características relevantes: apenas 140 empresas estão listadas na Bolsa de Valores de Bruxelas; o grau de concentração da propriedade é alto e há 45% de detenção direta de ações; as principais categorias de investidores são as *holdings* e as famílias e, numa proporção menor, as companhias industriais.

Os efeitos da estrutura da propriedade na performance de companhias listadas publicamente na China e sua forma de ocorrência foram os pontos de interesse de pesquisa desenvolvida por Xu e Wang (1997). Naquele país, a composição de uma sociedade anônima por ações engloba, como os três grupos predominantes de acionistas, a estrutura da propriedade do Estado, pessoas legais (instituições) e indivíduos. Cada um desses grupos dispõe de cerca de 30% do total de ações em circulação, enquanto os empregados e investidores estrangeiros juntos têm menos de 10%. Os pesquisadores evidenciaram, em 1995, alta concentração da propriedade com os cinco maiores acionistas responsáveis por 58% das ações ordinárias, se comparada aos 57,8% da República Checa, 42% da Alemanha e 33% do Japão.

Na República Tcheca, num curto espaço de tempo, o programa de privatização em massa modificou a governança de muitas empresas. Um estudo transversal envolvendo 706 empresas, no período de 1992 a 1995, descobriu que quanto maior for o grau de concentração da propriedade maior serão seu valor de mercado e sua lucratividade. Além disso, a grande propriedade de fundos de investimento patrocinada por bancos e investidores estratégicos demonstra ser especialmente importante para o aperfeiçoamento da governança das empresas (CLAESSENS; DJANKOV; POHL, 1997).

Na Alemanha, os mercados de capitais são dominados por poucas grandes empresas, as quais são responsáveis pela maioria das capitalizações e volume comercial de mercado. Também a concentração de controle é bastante elevada: a grande maioria das empresas oficialmente listadas (85%) tem um acionista dominante, que controla mais de 25% dos direitos de voto; e poucos detentores de grandes blocos de ações controlam diversos blocos de voto de corporações listadas, ao mesmo tempo em que a maioria controla apenas um bloco (BECHT; BOEHMER, 1999).

A legislação em vigor na Holanda desde 1992 obriga os acionistas com cinco por cento ou mais de posses em companhias holandesas a divulgarem suas posses. Em estudo sobre as estruturas de propriedade e controle das companhias holandesas listadas na Bolsa, Jong, Kabir, Marra e Röell (1998) evidenciaram que a média das ações de propriedades dos maiores e dos três maiores acionistas são de 27% e 41%, respectivamente; enquanto os bancos, companhias de seguros e outras instituições financeiras apresentam média de ações das propriedades relativamente baixa. Quanto aos direitos de voto, observaram que estes estão mais concentrados do que os direitos de propriedade, sendo comum a existência de conselhos de administração que representam os interesses dos acionistas. Constataram também que diferentes formas de medidas de defesa *antitakeover* são utilizadas pelas companhias listadas.

Stapledon e Lecturer (1999), por sua vez, averiguaram a estrutura da propriedade de ações e controle nas companhias listadas na Bolsa de Valores da Austrália, traçando comparativo com a estrutura da propriedade das ações e controle das companhias listadas na Bolsa de Valores de Londres. O estudo destacou que, nas últimas décadas, têm crescido o nível de propriedade acionária e o controle institucional no país. Ao examinar as implicações dessa situação para a regulação dos títulos, governança empresarial e para a performance das empresas, observaram empiricamente que os grandes acionistas não institucionais também se destacam, afetando as áreas da governança empresarial, da performance das empresas e da regulação e prática de *takeovers* do mercado australiano.

O sistema de governança empresarial na Itália foi estudado por Bianchi, Bianco e Enriques (2001), que analisaram a propriedade das empresas italianas e o seu enquadramento legal e institucional. Os autores verificaram que o sistema de governança das empresas italianas não difere da maioria dos países da Europa Continental, ou seja, mostra alta concentração da propriedade direta, tanto das empresas listadas quanto das não listadas na bolsa. Num primeiro momento, isso indica grau muito limitado de separação entre a propriedade e o controle. Pela análise da propriedade direta e da identidade dos proprietários, os autores evidenciaram que as famílias, coalizões, o Estado e principalmente outras companhias desempenham um dos principais papéis. Outras companhias não financeiras ou holding sustentam a maior participação tanto nas companhias listadas quanto nas não listadas na bolsa. Na Itália, mais da metade das companhias industriais do país são propriedades dos grupos piramidais.

Evidências quanto ao modo pelo qual a propriedade interfere no valor da empresa foram encontradas por Miguel, Pindado e Torre (2003). A partir da experiência empírica, afirmam que o modelo de concentração da propriedade sustenta tanto o monitoramento quanto os efeitos da expropriação.

2.1.2 A legislação societária brasileira e a estrutura de governança

A legislação societária brasileira possui características que precisam ser consideradas quando da aplicação da estrutura de governança das companhias à realidade do país. Além disso, nesse caso, é preciso observar as instruções normativas da Comissão dos Valores Mobiliários vigentes. No Brasil, a atuação das companhias abertas, dos intermediários financeiros, dos investidores no mercado de valores mobiliários e dos acionistas controladores são reguladas pela Lei 6.395/76, que criou a CVM, e a Lei 6.404/76, das Sociedades por Ações.

No país, a legislação societária considera acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculado por acordo de voto, ou sob controle comum, que é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, permanentemente, mais de 50% dos votos nas deliberações da assembléia-geral, o poder de eleger a maioria dos administradores da

companhia, de dirigir as atividades sociais e de orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. Cabe a esses acionistas cumprir o objetivo e a função social e atender aos direitos e interesses dos demais acionistas da companhia.

Atendendo ao estabelecido na Lei 6.404/76, no país, no mínimo 1/3 do capital próprio das companhias devem ser de ações ordinárias, sendo possível emitir até 2/3 em ações preferenciais. Por isso, no Brasil, o controle acionário pode, em alguns casos, ser alcançado por meio da subscrição de ações ordinárias na proporção de somente 1/6 (16,67%) do total das ações ordinárias e preferenciais. Portanto, o controle da empresa é exercido pelo acionista que detiver a metade mais uma das ações ordinárias ou a sexta parte do total das ações.

Cabe destacar a diferença entre ações ordinárias (ON) e ações preferenciais (PN). No mercado brasileiro, as primeiras conferem ao seu portador direito a voto na empresa, necessitando os controladores da empresa ter no mínimo 50% mais uma do total de ações ordinárias. As segundas, no entanto, não dão direito a voto, mas preferência aos seus portadores no recebimento de dividendos e restituição de capital no caso de extinção da empresa.

Conforme Rudge e Cavalcante (1998), os investidores não se interessam pelas ações ordinárias nos mercados pequenos e de controle concentrado como o brasileiro. Oliveira (1991), no entanto, ressalta que a emissão de ações representa fonte de recursos importante para o fortalecimento da companhia e não impõe o risco da perda de controle pelos acionistas majoritários, isso porque os detentores das ações preferenciais geralmente não têm direito a voto. Por essas características, as possibilidades de expropriações são mais presentes em mercados como o do Brasil. Com isso, destacam os autores que o crescimento, a eficiência e a pulverização do mercado alteram o interesse das ações preferenciais para as ordinárias, o que amplia a concorrência pelo controle acionário das companhias.

No entender de Procianoy e Caselani (1997), a baixa liquidez das ações ordinárias no Brasil decorre principalmente da estratégia concentradora do grupo controlador, que, para não diminuir sua participação na empresa ou perder o controle desta, não almeja vender suas ações. Leal et al. (2000), ao estudarem os efeitos da estrutura de controle das empresas brasileiras e seus valores de mercado, considerando empresas listadas na Bovespa, verificaram que as com concentração de capital votante recebem menor avaliação de mercado por terem maior potencial de expropriação. Valadares e Leal (2000), ao analisarem a estrutura de controle e propriedade das empresas brasileiras listadas na Bovespa, averiguaram que a

participação dos controladores no capital votante é maior do que a mínima necessária para controlar a empresa.

Procianoy e Schnorrenberger (2004) também destacam a alta concentração nas estruturas de governança das companhias brasileiras listadas na Bovespa. Os autores observaram que, o número de cinco maiores acionistas, considerando os com 51% das ações com direito a voto, entre 1995 a 2000 a concentração acionária em um único acionista aumentou significativamente, de 116 para 204, respectivamente. As companhias com controle acionário exercido por dois acionistas também aumentaram no período, de 49 para 68 casos. Ao mesmo tempo, os autores também constataram decréscimo anual do número de empresas com três ou mais acionistas na faixa dos 51% de participação nas ações ordinárias.

Analisando os diferentes segmentos de controle acionário do indicador PASSIVO CIRCULANTE / (EXIGÍVEL A LONGO PRAZO + PATRIMÔNIO LÍQUIDO), Procianoy e Kraemer (2001) constataram que a média atingida pelo grupo composto por empresas privadas brasileiras de controle concentrado, de 01/07/88 a 31/12/94, não foi significativamente inferior à alcançada pelo grupo formado por empresas privadas de controle não-concentrado. Esses resultados não possibilitam afirmar que o proprietário utiliza estruturas de capital pouco alavancadas financeiramente para evitar riscos para sua empresa e, conseqüentemente, para si próprio. Na visão de Procianoy (1994), a redução do passivo e o equilíbrio da estrutura de capital são os principais motivos para a emissão de ações no país.

A emissão de ações e sua destinação (investimento em ativo permanente ou redução do risco financeiro) foram estudadas por Procianoy e Caselani (1997). Eles perceberam que o gestor de companhias das quais detém o controle tem aversão ao risco. Evidenciaram também que as empresas aplicaram de modo diferente seus recursos conforme o exercício em que foram realizadas as emissões. Os resultados parecem indicar que as companhias atuam considerando as características próprias do mercado de capitais brasileiro, antes de guiarem-se por alguma teoria financeira sobre estrutura de capital.

A preocupação do gestor-proprietário em manter o controle acionário, segundo Procianoy (1994), torna evidente o círculo vicioso de baixo risco e as baixas taxas de crescimento. Isso evita o endividamento, mas a alavancagem financeira deixa de ser usada pelas empresas para impulsionar seu crescimento. Portanto, conforme Procianoy e Schnorrenberger (2004), as companhias que geralmente apresentam aversão ao risco e ao endividamento têm maior concentração em sua estrutura de governança. Comparando-se com

o averiguado no mercado internacional, de um modo geral, o mercado brasileiro apresenta as mesmas hipóteses: casos de maior endividamento representam maior risco de falência ou dificuldades financeiras e significam menor concentração do controle acionário.

A legislação falimentar e concordatária em vigor no país⁴ apresenta aspectos que podem ampliar a aversão ao endividamento e risco pelas companhias brasileiras, situação essa averiguada por Rajan e Zingales (1995) no mercado internacional. A legislação brasileira atual não objetiva a recuperação das empresas nem apresenta com clareza pontos relativos à proteção dos credores e sócios minoritários.

2.2 A INFLUÊNCIA DA ESTRUTURA DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NAS DECISÕES DE ESTRUTURA DE CAPITAL NO MERCADO INTERNACIONAL

A estrutura de capital ou a estrutura financeira de uma empresa, segundo Ross, Westerfield e Jordan (1997), deriva da combinação específica de capital de terceiros financiado por recursos de longo prazo e de capital próprio utilizado pela empresa para financiar suas operações. Cabe ao administrador financeiro, conforme os autores, decidir quanto à combinação dos recursos e precisamente como e onde estes devem ser captados.

Ross, Westerfield e Jordan (1997) chamam a atenção para o fato de as despesas associadas à captação de financiamento a longo prazo poderem ser consideráveis. Isso representa a necessidade de avaliar com cuidado as diferentes possibilidades de financiamento e maneiras de contrair a dívida, pois um nível alto de financiamento de terceiros pode levar à insolvência financeira e até a concordata.

Ao mesmo tempo em que o uso do capital de terceiros propicia benefícios à empresa, pode pressionar esta, uma vez que ela assume a obrigação de pagar os juros e de realizar as amortizações. No caso de não serem efetuadas as obrigações, alguma dificuldade financeira pode passar a ser vivenciada pela empresa.

⁴ Legislação Falimentar e Concordatária vigente no país no período contemplado pelos dados do estudo.

Três comportamentos básicos dos administradores em relação aos riscos são apontados por Gitman (1997):

- a) indiferença ao risco: atitude relacionada ao risco no caso de não haver exigência de mudança no retorno em virtude de aumento de risco;
- b) aversão ao risco: atitude relacionada ao risco que exige algum incremento de retorno devido a um aumento de risco. Por visarem a afastarem-se do risco, esses administradores exigem retornos mais altos que compensem riscos maiores;
- c) tendência ao risco: atitude relativa ao risco que tende a aceitar diminuição de retorno em vista de aumento de risco. Num sentido teórico, esses administradores, objetivando assumir riscos maiores, aceitam diminuir seus retornos.

A maioria dos administradores tem aversão ao risco, pois exigem retorno mais elevado ao assumirem um risco. A tendência é de serem conservadores em relação ao risco ao invés de agressivos. Mesmo com a teoria disponibilizando ao administrador formas de medir os riscos, empiricamente geralmente os administradores aceitam somente aqueles riscos que lhe dão segurança (GITMAN, 1997).

Gitman (1997), ao conceituar risco e retorno, refere que risco, fundamentalmente, compreende a possibilidade de prejuízo financeiro. Dentre os ativos da empresa, os que apresentam mais possibilidade de prejuízos são tidos como mais arriscados que os com menos possibilidades de prejuízo. O termo *risco*, num sentido mais formal, é usado em alternância com *incerteza*, ao considerar a variabilidade de retornos associada a um dado ativo. Assim, quanto mais certeza há em relação ao retorno de um ativo, menor será sua variabilidade e, conseqüentemente, seu risco.

O retorno de um investimento é medido considerando a soma de ganhos ou prejuízos dos proprietários resultantes de um investimento em dado período de tempo. É calculado somando-se as alterações de valor do ativo com qualquer distribuição de caixa durante o período e dividindo o resultado pelo valor inicial do investimento.

Para entender o papel do risco na tomada de decisão financeira, é relevante considerar a relação entre risco e tempo. Aquele deve ser ponderado tanto quanto ao período corrente de tempo como por ser uma função crescente de tempo. Os retornos e, portanto, o risco relativo do ativo altera-se e eleva-se com o transcorrer do tempo. Normalmente, quanto maior for o

tempo do investimento em um ativo, maior será o risco, por causa da variabilidade crescente dos retornos, decorrentes de erros de previsão cada vez maiores, para investimentos de longo prazo.

Ao estudar o assunto, Bodie e Merton (1999) ponderam que quem é avesso ao risco opta pela possibilidade do risco menor por igual custo. No caso de uma pessoa dispor-se a aceitar uma taxa de retorno menor em um investimento por este oferecer uma taxa de retorno mais previsível, ela é avessa ao risco.

Para evitar que os custos fujam de seu controle e resultem em grande endividamento, Ross, Westerfield e Jaffe (1995) explicam que as empresas comumente buscam manter-se em um nível de endividamento moderado. Os autores referem que uma empresa que não tem fluxo de caixa suficiente para realizar o pagamento de uma dívida contratual, como, por exemplo, um pagamento de juros, é considerada em situação de dificuldade financeira e, portanto, com maior risco de insolvência. Estando nessa situação, a empresa pode ser forçada a liquidar seus ativos, judicialmente, ou pedir repactuamento de suas dívidas com os credores valendo-se de concordata.

Considerando essa realidade, Gitman (1997) alerta que um grau de alavancagem financeira tolerável em um setor ou ramo de negócios pode ser muito arriscado ao ser utilizado em outro, pois os setores apresentam diferentes características operacionais.

Ao realizarem estudo com 82 companhias americanas, Agrawal e Nagarajan (1990) verificaram que as empresas com gestão familiar são as com os mais baixos níveis de alavancagem financeira.

Os acionistas podem valer-se de três tipos de estratégias para prejudicar os credores e conseqüentemente favorecer-se. Estas estratégias, por reduzirem o valor de mercado da empresa como um todo, apresentam custos e aumentam os riscos financeiros. A primeira compreende o incentivo a assumir riscos altos quando a empresa está usando recursos de terceiros. Nesse caso, os investimentos de baixo risco são realizados apenas com capital próprio, e os de alto risco, selecionados quando a empresa tiver dívidas em sua estrutura de capital. A segunda consiste no estímulo ao sub-investimento e ocorre quando os acionistas de uma empresa com elevada possibilidade de falência optarem por não adicionar capital próprio, pois constatam que os novos investimentos beneficiam os credores. A terceira estratégia corresponde a pagar altos dividendos ou a fazer outros tipos de pagamentos aos acionistas, deixando a empresa com menos ativos para os credores, o que consiste na retirada

de capital próprio, por meio do pagamento de dividendos (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 1995). Allen e Michaely (1994) concordam com a efetuação de pagamentos de dividendos para expropriar riqueza dos credores, por a ação poder minimizar os conflitos e os custos de agência.

Ponderando sobre essa situação, Easterbrook (1984) considera que elevados níveis de pagamento de dividendos diminuem os recursos disponíveis e requerem dos gerentes maior eficiência na gestão destes, além de os obrigarem a investir em projetos de valor presente líquido (Val) positivo.

Mais uma outra estratégia que pode ser aplicada pelos acionistas quando a empresa se encontra em dificuldades financeiras. Nesse caso, os credores procuram recuperar o que conseguem, ao mesmo tempo em que os acionistas buscam protelar ao máximo de tempo possível a efetivação da falência. Tendo por base o princípio de que o executivo financeiro atua conforme o interesse dos acionistas, os autores ponderam que o nível de endividamento da empresa relaciona-se à probabilidade da ocorrência de custos de agência (BREALEY; MYERS, 1998).

Em compensação, na visão dos administradores financeiros, é possível encontrar gestores que agem incentivados pela aversão às decisões de risco. Segundo Brealey e Myers (1998), nas empresas que trabalham com esse tipo de gestão, o administrador pode definir os limites de endividamento considerando seus interesses pessoais de sustentar uma situação segura e sem dificuldades financeiras para si e para a empresa. Essa situação é evidenciada, no entender de Gitman (1997), quando a preocupação dos administradores, ao invés de focar os objetivos da empresa, está voltada para sua riqueza pessoal, sua segurança no emprego e forma de vida. Easterbrook (1984) ressalta que o administrador também pode empregar a informação em benefício próprio, e não no dos acionistas. Aponta que um auditor na empresa pode auxiliar a controlar essa situação.

Harris e Raviv (1990) salientam que outro conflito evidencia-se quando os administradores visam à continuação do funcionamento da empresa enquanto os investidores optam pela sua liquidação. O sentimento de aversão à perda, conforme estudos feitos por Kahneman e Tverski (1979), é tão forte que se sobrepõe, em algumas situações, à aversão ao risco, muito embora, em alguns momentos, a aversão à perda pode ser confundida com a aversão ao risco.

A relação entre o grau de endividamento e a ocorrência de oportunidades de crescimento, na percepção de Jensen e Meckling (1976) e Stulz (1990), é inversa. Os autores defendem que os acionistas e o crescimento da empresa com poucas oportunidades de crescimento tendem a ser prejudicados, pois os gestores destas inclinam-se a alocar os recursos ociosos em benefício próprio.

Por causa da aversão ao risco por alguns administradores, conforme Harris e Raviv (1990), o grau de alavancagem na estrutura de capital da empresa pode ser menor. Nesse caso, mesmo sendo mais viável para os acionistas o pagamento de dividendos, os administradores optam sempre por investir todos os lucros. Considerando esse tipo de situação, Easterbrook (1984) pondera como sendo mais adequada a quitação das dívidas para amenizar os conflitos e os custos de agência relacionados aos administradores e aos demais acionistas. Também Garvey e Hanka (1997), ao pesquisarem a estrutura de capital, observaram que as decisões dos administradores não visam à busca de uma estrutura que superestime o valor da empresa, mas se baseiam em um nível seguro de endividamento ou de insolvência.

Em relação ao exposto, Mukherjee e Hingorani (1999), ao estudarem as empresas listadas na *Fortune 500*, de 1992, constataram que um dos motivos de as empresas apresentarem racionamento na contração de dívida é a existência de gerentes *seniors* com aversão ao risco e pouco otimistas quanto aos negócios.

A relação entre o nível de controle acionário e a estrutura de capital começaram a ser de interesse da literatura financeira por causa da crescente relevância das atividades de *takeover* nos anos 80, explicam Harris e Raviv (1990). Estudos nessa área analisam o fato de as ações ordinárias terem direito a voto, enquanto a dívida não o tem e de, com o objetivo de manter o controle acionário, algumas ações poderem ser implementadas.

Os primeiros modelos para explorar os direitos dos votos desiguais da dívida e das ações foram realizados por Harris e Raviv (1988) e Stulz (1988). Os acionistas controladores, conforme constataram estudos internacionais, preferem trabalhar com estruturas de capital que não colocam em risco o controle acionário da companhia. As empresas com estrutura de controle concentrado, segundo Stulz (1988) e Harris e Raviv (1988), apresentam incentivos para os gerentes tomarem decisões financeiras de estrutura de capital visando à manutenção do controle sobre a empresa.

Conforme esses autores, a existência das preferências financeiras centra-se na existência de incentivo aos gerentes para manter o controle sobre a companhia. Eles afirmam que, ao elevar a dívida e empregar o dinheiro apurado para retirar a ação ordinária em poder do público, os gerentes proprietários ampliam a possibilidade de manter o controle e de desfrutar dos benefícios correspondentes, pois a alteração da ação ordinária dos investidores externos pela dívida reduz o percentual de votos em poder dos investidores externos.

Uma alavancagem mais alta pode impedir, no entanto, tentativas conjuntas de especuladores que procuram provocar a baixa do valor de uma ação, tendo em vista acordos cada vez mais restritivos, normalmente vinculados ao nível mais alto de dívidas e à capacidade cada vez mais reduzida de emitir mais dívida da empresa, explica Stulz (1988). Assim, o financiamento de investimentos, por meio de dívida ou de fontes internas, solidifica o controle dos proprietários-gerentes, podendo ser utilizado como estratégia de resistência a *takeover*. O autor salienta que os administradores, embora muitas vezes relutem para assumir níveis ótimos de dívida, muitas vezes valem-se desta estratégia quando diante de elevada probabilidade de *takeover*. Considerando essa observação, é possível inferir que as empresas com grau mais elevado de dívida têm maior probabilidade de *takeover*, ao passo que as que adotam medidas *antitakeover* têm menos dívida.

Para Harris e Raviv (1988), nesse contexto, aumentar a dívida pode representar, também, reduzir a possibilidade de manter o controle, tendo em vista o aumento do risco de falência, das restrições dos acordos de empréstimo e o elevado compromisso com os pagamentos de capitais futuros. Copeland e Weston (1992) explicam que estratégias de *antitakeover* podem ser localizadas nos estatutos da corporação, as quais tornam a compra da companhia mais difícil ou mais cara. Nesses documentos podem estar inclusas cláusulas de voto da *supermajority*, exigindo certa porcentagem dos acionistas para que seja aprovada uma incorporação, e até termos escalonados para os diretores, os quais podem protelar a mudança do controle por certa quantidade de anos. A troca de ações ordinárias por dívidas também pode suscitar em mudanças de controle.

Importante considerar que essas mudanças de controle e as correspondentes alterações na estrutura de capital podem implicar na criação de interesses e conflitos de agência. Para Bodie e Merton (1999), a abordagem da agência reflete conflito de alinhamento de interesses entre acionistas, administradores e credores. Essa situação é evidenciada quando os credores fazem empréstimos a empresas bastante endividadas que têm administradores que recebem

incentivos para dispor dos ativos visando a diminuir o valor total da empresa e beneficiar os acionistas.

Os administradores devem atuar como representantes dos interesses dos proprietários, segundo Gitman (1997). Daí o porquê de os proprietários contratarem os administradores e darem-lhes autoridade para gerenciar a empresa em seu benefício. No entanto, quando os gerentes recebem somente parte da propriedade da firma, aparece o problema de agência, conforme Jensen e Meckling (1976). Nessa situação, ele pode atuar com menos interesse e usufruir de mais despesas pagas pela companhia, como: jatos, escritórios de luxo, automóveis à disposição e participação em associações e clubes. Os autores acrescentam que os custos de agência podem incluir gastos na supervisão dos gerentes e nas oportunidades perdidas tendo em vista a aversão excessiva ao risco.

Essa realidade pode ser alterada à proporção que aumenta a cota de ações da empresa sob responsabilidade do administrador. Com a manutenção do investimento absoluto na empresa e o aumento da sua cota financiada por dívida aumenta-se, portanto, a cota de ações do administrador e reduz-se a perda resultante do conflito entre administrador e acionistas. Jensen (1986) esclarece que, como a dívida obriga a empresa a desembolsar dinheiro, também implica na diminuição do montante de “caixa” livre à disposição dos acionistas para ser utilizado com os gastos mencionados. Esse atenuamento dos conflitos entre administradores e acionistas incide no benefício do financiamento por meio de dívida. Por sua vez, Gitman (1997) infere que os problemas de agência, oriundos desse relacionamento, envolvem, além do relacionamento entre proprietários e administradores, o relacionamento entre proprietários e credores.

Autores ressaltam, nesse sentido, que, se uma empresa usufrui de capital de terceiros, ocorrem conflitos de interesse entre os acionistas e os credores, desavenças estas que aumentam quando ocorrem dificuldades financeiras (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 1995). Esses problemas implicam em custos de agência à empresa. Tendo por base esse ponto de vista, Brealey e Myers (1998) referem que os custos de agência tornam-se elevados quando os acionistas são levados a desistir do objetivo geral de maximização do valor de mercado da empresa e começam a agir a partir dos seus próprios interesses. Nesse contexto, as decisões de gestão e até as decisões de investimento e de financiamento são influenciadas por esses interesses.

Há também choque de interesses entre os administradores e os acionistas controladores, em prejuízo dos acionistas minoritários. A existência de interesses e de conflito de agência podem ser visualizadas a partir de decisões tomadas pelos administradores quanto à estrutura de capital, aos pagamentos de dividendos e aos tipos de controle acionário. Estudos internacionais têm procurado determinar os efeitos da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital. Seus resultados, contudo, revelam evidências contraditórias.

Ao estudar a estrutura de capital de empresas americanas no período de 1979 a 1983, Friend e Lang (1988) observaram que o aumento do nível de controle da companhia implica em proporcional nível de redução do endividamento da mesma. Similarmente, Jensen, Solberg e Zorn (1992) evidenciaram relação negativa entre a participação societária do gestor e o nível de endividamento das companhias. Bagnani et al. (1994) obtiveram as mesmas evidências em estudo sobre o grau de participação acionária do gestor em relação ao prêmio exigido pelos credores sobre seus títulos. Estes autores constataram que o prêmio exigido diminui à medida que eleva a participação acionária do gestor, o que infere que as companhias com maior aversão ao risco têm estruturas de controle acionário concentrado no gestor. Pode-se, portanto, considerar que a cobrança de prêmios menores decorre de riscos menores para os credores.

Nesse sentido, Jensen e Meckling (1976) destacam que mecanismos de controle nas companhias têm a função de diminuir as divergências de interesses entre os gerentes e os acionistas. Amihud, Lev e Travlos (1990) acrescentam que os gerentes que valorizam o controle e têm fração significativa das ações da companhia preferem investimentos financeiros em dinheiro ou em dívida, pois a emissão de novas ações tende a diminuir suas posses e a elevar os riscos da perda de controle. Os resultados evidenciam que o grau do risco financeiro da empresa corresponde ao grau da aversão do risco pessoal do gestor controlador de perder o controle acionário da companhia.

Análise realizada por Amihud, Lev e Travlos (1990), verificou se as decisões de financiamento de aquisição de empresas estão, ou não, associadas ao controle do gestor, considerando a participação acionária das companhias e de *insiders*. No caso de os gestores que estão adquirindo as empresas disporem das mesmas informações que os investidores em relação ao valor da empresa, eles geralmente emitem ações como melhor alternativa para a aquisição, caso estas estejam sobrevalorizadas no mercado (MYERS; MAJLUF, 1984). Em situação oposta, os gestores controladores tendem ao uso de caixa para adquirir o novo

empreendimento, pois priorizam manter a proporção de controle e, conseqüentemente, a participação nos futuros resultados positivos da organização.

Estudos conseguiram avançar quanto às hipóteses sustentadas por Harris e Raviv (1988) e Stulz (1988). Verificaram que os gestores que detêm o controle, ou a maior participação acionária em suas empresas, resistem em diminuir ou em arriscar-se a perder o controle com a emissão de ações para financiar investimentos. Geralmente preferem realizar financiamentos para novos investimentos com caixa ou emissão de dívida. Esses resultados podem ser vinculados à assimetria de informação entre os *insiders* e a falta de informação dos demais investidores quanto ao valor das ações e, conseqüentemente, da empresa e do anúncio do novo investimento (AMIHUD; LEV; TRAVLOS, 1990).

Investigação encontrou evidências de que a distribuição das ações de propriedade entre os gerentes da corporação e a composição dos acionistas externos tem significativa relação com a alavancagem. Braislsford, Oliver e Pua (2000) observaram empiricamente que o nível da propriedade da composição de acionistas externos está, de modo positivo, relacionado com a alavancagem e adequado à hipótese da monitorização ativa, explicitando que a propriedade da composição de acionistas externos tem elevados incentivos e capacidade de monitorar a gerência. Desse modo, as estruturas de controle mais dispersas tendem a diminuir o oportunismo dos gerentes, evitando diminuir a alavancagem a um nível subótimo.

Os resultados obtidos também referem uma relação curvilínea entre o nível da propriedade das ações gerenciais e a alavancagem que chega ao máximo de 33,25% da propriedade das ações gerenciais. Essas constatações seguem lado a lado com as hipóteses da convergência de interesses e do entrincheiramento. A propriedade de ações dos gerentes visam alinhar os interesses dos acionistas com os da gerência quando os níveis da propriedade das ações gerenciais estão baixos. Contudo, quando a propriedade das ações gerenciais alcançam 33,25% (da média da amostra pesquisada), o efeito de entrincheiramento passa a dominar o efeito da convergência de interesses, levando ao aumento do comportamento oportunista dos gerentes e à diminuição do nível da dívida.

Os autores também constataram que a relação entre a estrutura de controle dos acionistas externos e a alavancagem altera-se conforme o nível de propriedade das ações gerenciais. Em específico, observaram que, em níveis baixos de propriedade das ações gerenciais, o “efeito da monitorização” da propriedade do bloco de acionistas externos condiz com o efeito da “convergência de interesses” da propriedade das ações gerenciais, originando

relação positiva entre a propriedade do bloco de acionistas externos e a alavancagem. No entanto, nos níveis altos de propriedade das ações gerenciais, o entrincheiramento gerencial concorre com a monitorização efetuada pelo bloco de acionistas externos de modo que a importância da propriedade do bloco de acionistas externos é demovida consideravelmente.

Tendo por base a linha de pesquisa que utiliza a variável estrutura de controle, Mohd'd, Perry e Rimbey (1998) analisaram a influência dos custos de agência e da concentração de propriedade na estrutura do capital sobre aquela. Evidenciaram que a distribuição da propriedade de ações é relevante para explicar a estrutura total do capital e que os gerentes diminuem o nível de dívida considerando o nível que sua riqueza pessoal está vinculado à riqueza da empresa. Os gerentes atuam buscando nivelar a estrutura do capital das firmas, de forma dinâmica, atendendo as variações na estrutura do custo de agência. Quando aumentam as propriedades dos gerentes e ampliam-se a riqueza pessoal e o capital humano investido na firma, os gerentes procuram diminuir o nível de dívida para reduzir seu risco geral e/ou os custos de agência. Os acionistas institucionais também parecem interferir nas políticas financeiras das firmas, com os proprietários institucionais substituindo o papel disciplinador da dívida na estrutura do capital. Contudo, se a propriedade externa é dispersa, os acionistas externos têm pouco poder de interferir nas posturas de endividamento conservadoras dos gerentes.

A estrutura de capital de alguns países tem relação com aspectos que aparentemente influenciam a estrutura de capital das organizações americanas. O grau de alavancagem das empresas dos Estados Unidos, Japão, França, Itália e Canadá é similar, apresentando o Reino Unido e a Alemanha estrutura de capital menos alavancada (RAJAN e ZINGALES, 1995).

Os países do G-7, embora apresentem razoável homogeneidade no nível de desenvolvimento econômico, possuem instituições bem distintas, conforme retrata sua legislação tributária e de falência, a estrutura de controle existente nas corporações e a função histórica desempenhada pelos bancos e pelos mercados de seguros. Com exceção da Alemanha, nos demais países a alavancagem, por exemplo, altera-se de acordo com o tamanho das empresas. Os autores apresentam como provável explicação para essa realidade o fato de as empresas maiores se diversificarem melhor e terem menor probabilidade de terem dificuldades financeiras. Além disso, a expectativa de custos de falência mais baixos amplia a possibilidade do uso de maior alavancagem.

Como existe uma legislação de falência que não se dirige à recuperação das empresas, as que entram em processo de falência comumente são liquidadas (RAJAN; ZINGALES, 1995). Essa realidade esclarece o porquê do resultado diferenciado das companhias na Alemanha, em particular, quanto ao nível de endividamento em relação aos demais países pesquisados.

Na opinião desses autores, quando há grandes acionistas no quadro de diretores, o grau de custos de agenciamento entre os gerentes e os acionistas é reduzido e a emissão de títulos, facilitada. Também, esses acionistas podem não ser diversificados, podendo ampliar sua aversão ao endividamento. No entanto, no caso de alguns desses acionistas serem bancos, podem possuir muito interesse em diminuir a quantidade de fonte externa de clientes, levando-os a efetuar empréstimo nos bancos. Isso, em consequência, pode impossibilitar a clareza de percepção entre a propriedade concentrada, característica de alguns países, e a alavancagem agregada.

Estudos realizados por Israel (1992) corroboram que as estruturas de capital e as de propriedade interferem diretamente no valor da companhia e são influenciadas pela competição antecipada pelo controle da empresa. A principal descoberta, nesse caso, condiz com a verificação de que o empresário capta os benefícios do controle do rival, ampliando sua participação nos títulos, de modo a ser capaz de obstruir a tentativa de *takeover*. Assim, ao emitir dívida de risco, aposta num preço de reserva mais alto e, conseqüentemente, aumenta seu “poder de barganha”.

Estudo de similar natureza, evidenciou que organizações protegidas pelas leis de *antitakeover* diminuem consideravelmente o uso de dívida, enquanto as não protegidas realizam o inverso. Isso corrobora com os modelos que referem que a ameaça de *takeover* hostil incentiva os gerentes a assumir dívida que, em outra situação, evitariam. Em função disso, as barreiras legais aos *takeovers* podem ampliar o afrouxamento das políticas de endividamento das empresas (GARVEY; HANKA, 1999).

O estudo observou que as organizações protegidas diminuem consideravelmente suas taxas de dívidas se comparadas às empresas não-protegidas, em um período de quatro anos. Os resultados manifestaram-se em um número confiável de verificações, sem considerar variação de tamanho, tipo de indústria ou lucratividade das empresas. A análise constatou baixa evidência de que são realizados pelos gerentes protegidos programas menores de reestruturação e investimento, indicando certo grau de inércia.

O problema de agenciamento, conforme evidenciado por Novaes e Zingales (1995), interfere nas decisões de estrutura de capital concernentes às abordagens da eficiência e do entrincheiramento. Os autores também constataram que as decisões de estrutura de capital dos acionistas e do gerente diferenciam-se quanto aos seus níveis e por sua suscetibilidade aos custos derivados das dificuldades financeiras e dos impostos. Além disso, o estudo observou que uma pressão do mercado na estrutura de controle da corporação não é suficiente para garantir que as decisões financeiras dos gerentes correspondam às maximizadoras de valores.

Ao pesquisar os efeitos compensatórios que podem propiciar elevação na concentração das ações de uma companhia, Heinrich (2000) descobriu que, quando os proprietários acumulam participações maiores, mostram-se menos tolerantes ao risco. O autor apresenta um modelo que defende a hipótese de que o financiamento por meio de dívida exerce papel mais destacado nos países em que as empresas são mais controladas do que nos com estruturas de propriedade mais dispersa.

Estudos realizados por Heinrich (2000) inferem ser ainda necessário validar os argumentos que defendem que as estruturas tidas como com maior concentração da propriedade requerem níveis mais elevados de dívida para proporcionarem maior supervisão. O autor afirma que níveis mais altos de dívida originam custos mais altos de agenciamento da dívida. Em consequência, os benefícios da redução dos conflitos de agenciamento entre os proprietários e os gerentes precisam ser considerados em relação aos custos mais elevados de agenciamento da dívida. Isso aponta a relevância de, nos países caracterizados pela concentração da propriedade, haver empresas que auxiliem a reduzir os conflitos de agenciamento da dívida.

Segundo Chauvin e Hirschey (1998), a porcentagem das ações ordinárias sob o poder dos gerentes do escalão mais elevado ou dos membros do conselho diretor pode representar mudança significativa nos incentivos gerenciais. Os resultados das estimativas comprovam que as ações detidas pelos acionistas institucionais e o grau de alavancagem financeira foram determinadas conjunta e endogenamente. Conforme os autores, a relação entre as posses institucionais e a alavancagem é inversa. A partir do evidenciado, Chauvin e Hirschey (1998) indicam o uso de instrumentos de controle das empresas como formas alternativas para a busca de maior conformidade entre os interesses dos gerentes e os dos acionistas.

Estudo analisou a relação entre a estrutura da propriedade da corporação e suas decisões de financiamento (DUTTA; COLLINS; WANSLEY, 1997). Para tal, consideraram a propriedade da corporação como a propriedade dos *insiders* e as posses institucionais. As decisões foram examinadas também levando em conta o nível de dívida na estrutura do capital e o rendimento do dividendo recebido com o valor das ações ordinárias. O estudo ponderou que o nível de posses dos *insiders* das companhias da amostra estudada precisa ser controlado em toda análise no que tange à relação entre a propriedade e a dívida do *insider* ou às políticas de dividendos. A desconsideração disso, no entender dos autores, implica em descobertas não legítimas ou a resultados controversos quando da análise da relação entre dívida e posses do *insider*.

Considerando a situação evidenciada, Dutta, Collins e Wansley (1997) observaram que as posses institucionais apresentam forte relação negativa com a dívida, o que evidencia a resistência dos investidores em investirem em organizações que se submetem a altos riscos de falência ligados à elevada alavancagem. Também, não foi evidenciada relação entre as posses institucionais e os dividendos.

A participação das ações com direito a voto com a estrutura de capital é apontada por diferentes estudos científicos por diversos motivos. Ross, Westerfield e Jaffe (1995) indicam que o direito de eleger diretores pelo voto constitui-se no mais relevante mecanismo de controle a ser exercido pelos acionistas, por possibilitar a eleição de diretores, os quais escolhem executivos para executar as determinações e os interesses dos acionistas.

A possibilidade de vir a ser minoritário em uma situação em que há pouca proteção aos direitos de propriedade e existe probabilidade de perda dos benefícios de controle conduz os controladores a optarem por maior participação no capital votante (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1998). Nesse contexto, DeAngelo e DeAngelo (1985) observaram que as ações em poder dos administradores normalmente são as com direito a voto. Por isso, referem os autores, a posse de ações pela administração é fator importante no exame da estrutura de controle das organizações.

Seguindo esse raciocínio, Copeland e Weston (1992) destacam que a troca de ações ordinárias por dívida pode resultar em algumas mudanças de controle. Um possível caminho, conforme os autores, seria substituir as ações ordinárias por dívida ou ações preferenciais ou, ao contrário, as ações ordinárias por dívida. Para tanto, é preciso considerar que a substituição das ações ordinárias pela dívida amplia a alavancagem, enquanto a troca da dívida pelas ações

ordinárias reduz a alavancagem. Outra possibilidade, conforme Copeland e Weston (1992), é recomprar as ações, o que leva a empresa a readquirir parte das cotas pendentes de ações ordinárias. Se a porcentagem de ações compradas for considerável, pode haver alteração da estrutura do controle na organização.

A estrutura do capital é em parte determinada pelos incentivos e pelos objetivos daqueles que estão no controle da empresa. Os resultados ocorrem devido aos fenômenos de entrenchamento empresarial e expropriação da renda. Assim, para os autores, os agentes que têm interesse pessoal (gerentes entrenchados e proprietários controladores) escolhem a estrutura do capital conforme as taxas de endividamento que melhor combinem com seus interesses (PINDADO; TORRE, 2005).

Estudo utilizou um conjunto de dados para explorar a estrutura da propriedade e o desenvolvimento institucional no financiamento de dívida de empresas chinesas não negociadas ao público. O estudo permitiu demonstrar que a propriedade estatal está positivamente relacionada à alavancagem e ao acesso às empresas de financiamento de longo prazo, enquanto a propriedade estrangeira está negativamente ligada a todas as medidas de alavancagem (LI; YUE; ZHAO, 2007). Segundo os autores, as empresas de regiões melhor desenvolvidas estão associadas ao acesso reduzido ao financiamento de longo prazo, o que sugere a existência de canais alternativos de financiamento e a rigidez dos padrões de empréstimo na reforma bancária atual.

Em pesquisa, Fulghieri e Suominen (2005) examinaram as relações entre a governança corporativa, a concentração das indústrias e a estrutura financeira. O estudo considerou que a qualidade do sistema de governança corporativa pode ter impacto significativo no nível econômico de competição e do grau de concentração da indústria.

A estrutura de capital é influenciada pela intensidade dos direitos dos acionistas, segundo Jiraporn e Gleason (2005). A evidência empírica indica uma relação inversa entre a alavancagem e os direitos dos acionistas controladores, sugerindo que as empresas adotam taxas mais altas de dívida quando são mais restritos os direitos dos acionistas. Isto é consistente com a teoria de agência, que prevê que a alavancagem ajuda a abrandar os problemas de agência. Essa relação negativa, conforme os autores, no entanto, não se encontra nas empresas mais reguladas. Os autores argumentam que isto se dá porque os regulamentos ajudam a abrandar os conflitos de agência, uma vez que alivia a função de alavancagem no controle dos custos de agência.

Pesquisa realizada por Nielsen (2006) estudou a relação entre a estrutura de capital das companhias e o lucro do mercado de ações numa perspectiva da governança corporativa. Constatou que as companhias com menor estrutura de capital têm taxas mais altas de crescimento das vendas e lucros, os quais se correlacionam positivamente com o nível agregado de oportunidades de investimento na economia.

A expropriação dos acionistas minoritários pelos acionistas controladores está no cerne dos conflitos de agência na maioria dos países, para Morellec e Wang (2004). Embora haja muita evidência empírica sobre a importância e os efeitos deste tipo particular de conflito, o trabalho teórico nesta área tem sido amplamente qualitativo. O ensaio dos autores constrói um modelo de alegações contingentes em que o acionista controlador pode desviar parte dos fluxos de caixa da empresa na forma de benefícios privados à custa dos acionistas minoritários. Neste ambiente, os autores examinaram o impacto do comportamento oportunista do acionista controlador em decisões de investimento e financiamento. O modelo demonstra que os conflitos de interesse entre os acionistas podem explicar os baixos níveis de endividamento observados na prática.

Em pesquisa, Roberts e Sufi (2007) evidenciaram que os conflitos entre empresas e seus credores têm maior impacto na estrutura de capital corporativa do que determinantes tradicionais como o tamanho, a lucratividade, a possibilidade do ativo ser realizável e valor contábil. Os autores observaram que o endividamento corporativo experimenta grande e persistente declínio após as violações de acordos de dívida, quando os credores usam seus direitos de antecipação e rescisão para moderar a oferta de crédito por meio do aumento das taxas e reduções na disponibilidade de crédito.

Utilizando um conjunto de dados de 8.964 companhias privadas do Reino Unido, Muller (2005) encontrou indícios de que as companhias com alto potencial de perda do controle têm menores emissões de ações, usam mais endividamento e crescem mais lentamente.

Pesquisa realizada por Berkovitch e Israel (1998) examinou o controle interno e a estrutura de capital. Os resultados apontaram que o nível de endividamento e o valor da empresa têm correlação negativa quando os titulares de dívida têm poder de veto (acionistas têm controle absoluto).

A propriedade por meio da detenção de grandes blocos de ações e da composição do conselho de administração são determinantes significativos da estrutura do endividamento corporativo, para Marchica (2007). O estudo apontou significativa relação estatística negativa entre o endividamento de curto prazo e a detenção de grandes blocos de ações e a estrutura do conselho, independentemente da identidade dos acionistas.

De acordo com Bruslerie e Latrous Jr. (2007), o endividamento é tradicionalmente analisado como disciplinador no conflito acionistas–gerente. A pesquisa dos autores demonstra que as problemáticas da propriedade, dos benefícios privados e da alavancagem do endividamento estão relacionadas à governança corporativa. Assim o endividamento ajuda a resolver o conflito pois pode ser mais fácil para os acionistas controladores modificarem a taxa de alavancagem do que alterarem sua partilha de capital. Na pesquisa foi testada uma possível relação não-linear entre a propriedade dos acionistas e a alavancagem, utilizando amostra de 118 empresas francesas listadas na Bolsa no período de 1998-2002. Os resultados demonstram que a propriedade dos acionistas controladores está ligada ao endividamento. Nos níveis baixos de propriedade, os acionistas controladores usam mais endividamento para aumentar sua participação no capital e resistir a tentativas hostis de aquisição de controle. Já o receio do revés financeiro faz os acionistas controladores reduzirem a taxa de alavancagem da empresa.

Estudo apontou impacto que a propriedade familiar tem em empréstimos, numa amostra de pequenas e microempresas finlandesas. Os resultados sugerem que a disponibilidade de empréstimo reduz quando aumenta a propriedade familiar, conforme Niskanen, Kaikkonen e Niskanen (2007). Exigências colaterais aumentam com a propriedade da gerência, mas, contrário a estudos anteriores, não foi encontrado qualquer efeito nas taxas de juros. Tais resultados, conforme os autores, sugerem que não há custos de agência envolvidos com a propriedade familiar e que os bancos consideram este fator quando fornecem empréstimo a tais empresas. Os autores descobriram que o impacto de outros atributos afetam a disponibilidade de empréstimo, sendo diferente para as empresas familiares, em oposição às empresas não familiares. Para os autores, os resultados indicam que um aumento da idade da empresa melhora a disponibilidade de empréstimo e reduz as exigências colaterais apenas das empresas não familiares. Foi descoberto ainda que um aumento na lucratividade melhora a disponibilidade de empréstimo de todas as empresas, mas reduz as taxas de juros e exigências colaterais apenas para as empresas familiares. Quando se

trata da concentração de mercado dos bancos, parece que um aumento no número de bancos locais melhora a disponibilidade de empréstimo apenas para as empresas não familiares.

A relação entre estrutura de propriedade de endividamento e características específicas empresariais na economia da Índia foram pesquisadas por Bhaduri e Majumdar (2005). Como economia emergente, o país opera num ambiente de maior ineficiência de mercado e maior rigidez institucional do que nas economias industrializadas. Apesar das diferenças nas instituições, os resultados relatados são semelhantes aos evidenciados nos Estados Unidos. Em particular, o uso de endividamento bancário parece ter relação negativa com a idade, tamanho, volatilidade do crescimento dos ganhos e alavancagem, e positiva em relação à taxa do ativo fixo.

Usando amostra de 377 empresas francesas, Boubaker (2006) demonstrou que as empresas com probabilidade substancial de expropriação apresentam taxas mais baixas de alavancagem do que outras devido às restrições de oferta de endividamento. Além disso, a presença do segundo maior acionista controlador é percebida pelos fornecedores financeiros externos como garantia contra apropriação. Tais empresas apresentam, portanto, altos níveis de endividamento.

Trabalho investigou se a estrutura de endividamento é influenciada pela força dos direitos dos acionistas. A evidência empírica revela relação inversa entre a força dos direitos dos acionistas e o endividamento (JIRAPORN; KITSABUNNARAT, 2007) . Há também evidência de que a regulamentação é um substituto para a maturidade do endividamento no controle dos custos de agência. O efeito do entrincheiramento gerencial por meio do conselho é examinado com a estrutura de endividamento, mas parece ser insignificante. Finalmente, os resultados demonstraram que os direitos fracos dos acionistas têm realmente a probabilidade de ocasionar, e não meramente refletir, o uso do endividamento de maturidade mais longa.

Pesquisa descobriu que a alavancagem é negativamente relacionada com a governança e com a propriedade institucional e que esta se relaciona positivamente com a governança, mas negativamente com a alavancagem. Tais resultados indicam que os gerentes das empresas com altos níveis de governança optam por níveis mais baixos de endividamento (CICEKSEVER; KALE; RYAN JR., 2006). Os autores também descobriram que as empresas maiores têm níveis mais altos de governança, o que destaca a importância do ambiente da empresa no delineamento da governança corporativa.

Em estudo, Eldomiaty (2005) examinou a relação entre a estrutura de governança do endividamento em três níveis (alto, médio e baixo) e o desempenho da empresa no mercado de ações. Os resultados demonstram que a estrutura de governança do endividamento no Egito é caracterizada pelo predomínio do endividamento de curto prazo. Além disso, o endividamento de curto prazo pode ser usado para melhorar o desempenho da empresa no mercado de ações. A contribuição deste ensaio, conforme o autor, foi indicar até que ponto cada tipo de endividamento pode ser usado para dirigir-se às relações de agência entre titulares de dívida e acionistas.

Investigação realizada por Chen e Jian (2006) averiguou se a transparência na exposição da informação criaria impacto no custo dos juros do endividamento e se a estrutura de governança corporativa daria maior transparência à exposição da informação. Seus estudos mostram que as companhias que expõem mais informações transparentes beneficiam-se de maior redução no custo dos juros do que aquelas que expõem informações menos transparentes. Resultados de testes sustentam a sugestão de que o aumento da estrutura acionária pelos controladores e pelos investidores institucionais contribui para a maior possibilidade de transparência na apresentação de informações e ajuda a reduzir as taxas de juros. Em contraste, os autores observaram que o aumento da proporção de acionistas controladores e das estruturas das empresas de controle familiar nos conselhos aumentam significativamente o custo dos juros da dívida. Estabelece-se, portanto, que a transparência na exposição da informação e os tipos de estrutura de governança corporativa têm impacto no custo dos juros do endividamento.

Pesquisa buscou verificar até que ponto as estruturas de governança corporativa diferentes afetam o custo de agência da dívida. Chan-Lau (2001) observou que, na ausência de informação assimétrica, o controle da empresa pelos titulares de dívida e uma participação minoritária reduzem o problema de subinvestimento. Tal estrutura de governança pode desempenhar importante papel na diminuição dos conflitos de agência.

Os pesquisadores Piot e Missonier-Piera (2007) examinaram empiricamente o efeito da governança corporativa e a qualidade da auditoria no custo do endividamento contraído por grandes companhias francesas. Embora a França tenha sistema financeiro orientado para o endividamento, os bancos e outras instituições financeiras têm poucas implicações diretas nas estruturas de governança corporativa. Desse modo, os fornecedores de capital externo podem dar maior atenção à qualidade total dos dispositivos de monitoramento instalados no interior das companhias, bem como à qualidade dos relatórios financeiros. Daí, pode-se esperar,

conforme os autores, relação inversa entre o custo da dívida, a qualidade da governança corporativa e a estrutura de auditoria das companhias públicas. Usando amostra agrupada de grandes companhias francesas não financeiras listadas na Bolsa de 1999 a 2001, os estudos dos autores revelam que a qualidade da governança corporativa tem significativo efeito redutor no custo da dívida, enquanto a qualidade de auditoria não o tem.

Investigação contemplou os determinantes de uma estrutura de capital corporativa, em amostra que compreende 706 empresas européias da França, Alemanha, Itália e Reino Unido no período de 1983 a 2002. Drobetz, Pensa e Wanzenried (2006) descobriram que as empresas maiores e de crescimento mais rápido ajustam sua estrutura de capital com maior rapidez. Segundo os autores, os ajustes na estrutura de capital são amplamente determinados por restrições financeiras e as empresas em condições desfavoráveis apresentam pouco ou nenhum comportamento de ajuste.

Utilizando um modelo de ajuste dinâmico, Lian (2004) examinou este tipo de ajuste da estrutura de capital de empresas públicas chinesas. Os resultados mostram que a estrutura de capital dessas empresas é ajustada dinamicamente. Elas têm alavancagem sistemática com altos custos de ajuste. A principal razão pode ser atribuída ao mercado de capitais imperfeito. Alguns esforços, como o aperfeiçoamento das leis e a aceleração do desenvolvimento do mercado de capitais, podem ser implementados no sentido de aumentar a otimização da estrutura de capital dessas empresas públicas.

Exame empírico buscou desenvolver e verificar nova teoria sobre a estrutura do capital de grandes indústrias em economias em desenvolvimento, como a Índia. O estudo, realizado por Kakani e Reddy (1998) avaliou dívidas de curto e longo prazo e analisou também as implicações empíricas da abertura da economia da Índia com os determinantes da estrutura do capital das empresas.

Estudando os determinantes da estrutura de capital, Mahagaonkar e Narayanan (2005) examinaram os determinantes da estrutura do capital usando dados de um painel das maiores indústrias que constituem o setor industrial na Índia. O estudo considerou dois segmentos — as empresas mais jovens e as pequenas. Os autores descobriram que o tamanho e a lucratividade são mais importantes para as empresas pequenas e novas, sendo-lhes menos relevante a tributação na determinação da estrutura do capital.

2.3 DECISÕES DE ESTRUTURA DE CAPITAL

2.3.1 A teoria sobre estrutura de capital

A estrutura de capital ou estrutura financeira de financiamento resulta da combinação de capital de terceiros de longo prazo e capital próprio, a fim de que a empresa financie suas operações. Essa estrutura, conforme Ross, Westerfield e Jaffe (1995), revela qual o percentual de financiamento com capital próprio e o com capital de terceiros, de curto e de longo prazos, da empresa.

Um plano de financiamento adequado para a empresa e um *mix* de financiamento viável para os projetos de investimento são definidos pelas decisões de estrutura de capital, esclarecem Bodie e Merton (1999). Esse financiamento pode ser interno ou externo. O interno surge das operações da empresa, no caso lucros retidos, salários provisionados ou contas a pagar.

Ross, Westerfield e Jaffe (1995) acrescentam que o financiamento interno decorre dos fluxos de caixa gerados pelas atividades da empresa, sendo determinado por lucro líquido mais depreciação, menos dividendos. O déficit decorre, conforme os autores, da diferença entre as aplicações do financiamento e os fundos gerados internamente. Normalmente, o déficit financeiro é sanado pela combinação de endividamento e emissão de novas ações, ambas fontes de financiamento externo.

A definição de política de dividendos pela empresa, que compreende a definição do pagamento regular de seus lucros como dividendos em dinheiro aos acionistas, tem vínculo com as decisões de financiamento. Cabe destacar, que o financiamento externo pode ser conseguido por meio da emissão de debêntures e de ações, via investidores e financiadores externos, financiamento este que se submete à disciplina e às normas do mercado de capitais.

A teoria sobre estrutura de capital proposta por Modigliani e Miller (1958) versa que uma organização em um mercado perfeito não pode mudar o valor total de seus títulos alterando a estrutura de capital. Em outras palavras, o valor da empresa é sempre o mesmo, não importando a estrutura de capital.

Estudos de Modigliani e Miller (1963) evidenciaram posteriormente que a legislação tributária traz benefícios fiscais pela dedução dos juros da dívida das empresas que utilizam capital de terceiros como fonte de financiamento. Contudo, segundo os autores, as empresas não podem procurar constantemente recorrer ao montante máximo de endividamento de sua estrutura de capital visando a dispor dos benefícios fiscais por causa dos riscos e custos de falência.

Observa-se que inúmeros estudos e evidências empíricas mostram que as decisões de estrutura de capital podem interferir no valor das companhias no mercado, bem como relacionam-se com a legislação tributária, riscos, custos de falência, e com vários outros fatores.

2.3.2 A estrutura de capital ótima

Alguns autores referem-se aos aspectos relevantes que precisam ser observados numa estrutura de capital ótima. Ross, Westerfield e Jaffe (1995) colocam que não há fórmula pronta e disponível para avaliar o quociente ótimo entre capital de terceiros e capital próprio. Contudo, alguns pontos verificados na prática e em estudos científicos sobre itens importantes nas decisões de estrutura de capital podem ser destacados. É o caso da relação entre endividamento e valor da empresa, das diferenças de estruturas de capital entre setores industriais diferentes, da diminuição dos impostos, do custo do endividamento e da hierarquização de fontes de financiamento.

Segundo Gitman (1997), há outros fatores que precisam ser observados quando das decisões de estrutura de capital, como: estabilidade e previsibilidade nas receitas; obrigações e restrições contratuais em negócios futuros e preferências da administração; exame dos possíveis reflexos externos da nova posição de endividamento; e o nível das taxas de juros quando da contratação. No entender de Ross, Westerfield e Jaffe (1995), a estrutura de capital ótima deve produzir o mais elevado valor para a organização, por ser esta a estrutura que maximiza os retornos dos acionistas.

As decisões de estrutura ótima de capital relacionam-se à razão da estrutura da dívida e à estrutura do vencimento da dívida, conforme Copeland e Weston (1992). Assim, é necessário equacionar qual parte da dívida deve ser de curto prazo e qual deve ser a de longo prazo, além de verificar se é melhor para a organização fazer uso de dívidas com taxas variáveis ou fixas. Entendem os autores que é também relevante averiguar se a amortização da dívida de longo prazo deve ser efetuada no final do período ou realizada por meio de pagamentos periódicos iguais.

Autores como Barclay e Smith (1999), consideram que as pesquisas relacionadas ao ponto ótimo de estrutura de capital deparam-se com diferentes dificuldades, as quais podem ser agrupadas em três aspectos principais: os modelos de decisões de estrutura de capital não apresentam precisão - continuam sendo testados e refinados, pois ainda não há um modelo ideal; as teorias de estrutura de capital não se excluem entre si - pois aceitar uma abordagem teórica não pressupõe rejeitar outra; e dificuldade de quantificar as diversas variáveis envolvidas nos estudos e nas pesquisas.

2.3.3 A estrutura de capital e o setor econômico

Copeland e Weston (1992) constataram que as evidências encontradas nas estruturas de capital de empresas norte-americanas revelam a inconsistência da irrelevância defendida por Modigliani e Miller (1958). Naquele país, as indústrias de energia elétrica e de aço apresentam alta alavancagem financeira, por exemplo, enquanto as empresas de contabilidade e de corretagem, consideradas indústrias de serviços, praticamente não possuem dívida a longo prazo.

Similarmente, Ross, Westerfield e Jaffe (1995) salientam que quase todo setor tem um quociente entre capital de terceiros e capital próprio ao qual se unem as empresas que fazem parte dele. Isso permite inferir como não verdadeira a informação de que as decisões relativas à estrutura de capital são aleatórias e irrelevantes.

A existência de relevante relação entre as decisões de estrutura de capital e o segmento e o setor econômico aos quais a empresa pertence também é apontada por Ross, Westerfield e Jaffe (1995, p. 313), conforme segue:

As empresas de determinados setores apresentam diferenciados quocientes de capital de terceiros e capital próprio ao qual aderem as empresas a ele pertencentes. Os bancos escolhem elevados quocientes de capital de terceiros e capital próprio. Inversamente, empresas de outros setores, como a indústria farmacêutica, adotam relações muito baixas entre capital de terceiros e capital próprio. Portanto, as empresas não parecem estar selecionando seus graus de endividamento de maneira frívola ou aleatória.

Ao analisar empresas pertencentes aos mesmos setores industriais, Bradley, Jarrel e Kin (1984) chegaram a resultados de que o nível de endividamento médio é amplamente associado à classificação industrial. Os autores ponderaram, por isso, que, no caso de várias empresas, o nível médio de endividamento de seu setor é aspecto relevante, pois impossibilita que as organizações tomem decisões diferentes das da prática comum.

2.3.4 *Pecking order* e assimetria de informações

A teoria de *pecking order* considera que as empresas valem-se de hierarquia quando da busca de novos recursos, iniciando pelo uso de seus lucros retidos, emissão de dívida e somente emitindo ações como última possibilidade. Considerando a teoria, Brealey e Myers (1998) esclarecem que a empresa primeiramente opta por usar recursos obtidos por lucros internos; após, por novas emissões de dívida; e, por fim, por novas emissões de ações. Conforme os autores, a seqüência de financiamento mantém-se pela necessidade de obter recursos mais baratos.

A teoria da hierarquização das fontes de financiamento, na visão de Ross, Westerfield e Jaffe (1995), pode explicitar o motivo pelo qual as empresas mais lucrativas valem-se de menos capital de terceiros. Conforme a teoria, essas empresas agem dessa forma porque têm mais acesso ao capital produzido internamente, o que faz com que elas não precisem recorrer ao capital externo.

Donaldson (1961), ao estudar como as empresas estabelecem suas estratégias de financiamento a longo prazo, averiguou que a geração de fundos por meio de suas próprias operações, lucros líquidos mais depreciação, menos dividendos, é a modalidade de financiamento mais usada pelas empresas. No caso de não dispor de fluxo de caixa interno suficiente, as empresas optam pela venda de parte de suas aplicações em títulos negociáveis. Seu último recurso é o uso do fluxo de caixa de fontes externas, preferindo o uso do capital de terceiros e, por último, a captação por meio de ações ordinárias.

Por outro lado, Korajczyk, Lucas e McDonald (1990) descobriram evidências de que não é utilizada a emissão de ações enquanto a capacidade de alavancagem está esgotada ou quando há aumento nos índices de endividamento, de acordo com o sugerido pela teoria de *pecking order*. Os mesmos resultados foram obtidos por Loughran e Ritter (1997).

Myers e Majluf (1984) desenvolveram a teoria de assimetria de informações, a qual defende que as decisões de estrutura de capital são tomadas considerando o desequilíbrio entre as informações da empresa e as dos investidores. Acentuam Barclay e Smith (1999) que certas decisões financeiras interferem no mercado, pois têm a função de dar credibilidade aos fluxos futuros da empresa e a criar expectativas a respeito destes.

Copeland e Weston (1992) referem que os administradores e os proprietários dispõem de informações mais precisas sobre as verdadeiras condições da empresa e do valor visado com seus projetos de investimento do que o mercado. Por isso, os autores salientam que, no caso de ser aceito que o valor de mercado não explicita toda a informação, em especial a que não está publicamente disponível, podendo por isso, utilizar as decisões de política financeira para transmitir informações ao mercado.

Segundo os autores, a abordagem sinalizadora de incentivos permite que a administração escolha variáveis financeiras reais, como é o caso da alavancagem financeira ou da política de dividendos, para evidenciar sua situação ao público e mudar a visão do mercado sobre o futuro desempenho da empresa. Essa abordagem pode ser evidenciada quando a empresa eleva os pagamentos dos dividendos ou o nível de alavancagem financeira, sinalizando ao mercado que espera fluxos de capital suficientes para cumprir com os novos compromissos. Contudo, Copeland e Weston (1992) destacam que essa demonstração não pode ser efetuada por empresas com dificuldades financeiras, por não terem capital suficiente para manterem-se por longo período.

2.3.5 Os benefícios fiscais decorrentes das decisões de estrutura de capital

Quando da existência de imposto de renda de pessoa jurídica, o valor da empresa apresenta-se positivamente vinculado ao nível de capital de terceiros. Essa situação decorre das particularidades desse imposto, que possibilita a dedução das despesas financeiras resultantes do uso do capital de terceiros para abater do imposto de renda a pagar. Ross, Westerfield e Jaffe (1995) consideram, no entanto, que as empresas podem somente diminuir os juros na proporção dos lucros que obtêm. Com isso, os benefícios visados com o financiamento com capital de terceiros são relativamente menores, pois possuem dedutibilidade limitada.

Os autores também comentam que a legislação americana atual estabelece a alíquota de imposto de renda de pessoa física sobre juros recebidos maior que a alíquota estipulada sobre rendimentos de aplicações em ações. Isso significa, conforme os autores, que a penalidade fiscal existente aos titulares de obrigações daquele país visa a compensar os benefícios pela utilização de capital de terceiros por pessoa jurídica.

Em contraposição, Copeland e Weston (1992) explicam que, muito antes da criação do imposto de renda, a estrutura de capital das empresas dos Estados Unidos já apresentavam dívida. Na época, foram constatados níveis de alavancagem financeira similares aos atuais, mostrando que a alavancagem ótima, se existe, pode ser esclarecida por outros motivos.

2.3.6 A estrutura de capital no mercado brasileiro

Estudos realizados sobre a estrutura de capital (nível de recursos de capital próprio e de terceiros) não tem apontado fórmulas para descobrir o ponto ótimo de endividamento das empresas em geral. No Quadro 1 que segue, encontram-se os principais estudos e pesquisas realizados relativo ao tema estrutura de capital (financiamento) no mercado brasileiro.

Eid Jr. (1996)	Em estudo realizado sobre o comportamento das empresas em relação ao custo e à estrutura de capital, identificou a existência de um grande número de empresas (40%) que segue uma hierarquia de captação pré-determinada, conforme a teoria de <i>pecking order</i> .
Procianoy e Caselani, (1997)	Foram encontrados indícios de que o proprietário tende a escolher, preferencialmente, estruturas de capital menos alavancadas financeiramente, como forma de redução do risco da empresa e do seu próprio risco. Os autores ressaltam que as companhias, ao emitirem ações para reduzir o passivo, não obtêm qualquer tipo de rentabilidade adicional, pois não fazem nenhum investimento que proporcione crescimento à empresa.
Soares e Procianoy, (2000)	Os resultados principais encontrados nos estudos realizados sobre as estratégias utilizadas nas decisões de estrutura de capital e captação de recursos para financiamento nas companhias brasileiras sugerem que quanto maior for a lucratividade histórica da empresa, menor será a utilização de recursos de terceiros. Os indícios encontrados embora sem significância estatística, indicaram que as empresas brasileiras seguem uma ordem pré-determinada nas decisões de estrutura de capital, que condiz com a abordagem de <i>pecking order</i> .
Procianoy e Kraemer, (2001)	Os estudos evidenciaram a utilização da emissão de ações como a fonte principal de recursos para a redução do risco financeiro nas companhias brasileiras. O estudo também permitiu identificar a fórmula (PASSIVO CIRCULANTE/ EXIGÍVEL A LONGO PRAZO+ PATRIMÔNIO LÍQUIDO) como o sinalizador mais eficiente de que os custos e os riscos incorridos pela utilização de capital de terceiros encontram-se em níveis inviáveis
Gomes e Leal (2001)	Em pesquisa sobre os determinantes da estrutura de capitais das companhias brasileiras os autores encontraram um R^2 ajustado de 0,28. Neste estudo a rentabilidade e a oportunidade de crescimento apresentaram relação negativa com a variável dependente, enquanto que a composição dos ativos, positivamente relacionada, e o setor industrial, sem significância estatística. A variável tamanho e risco apresentaram coeficiente positivo, contradizendo as hipóteses sustentadas pela teoria financeira.
Procianoy e Schnorrenberger, (2004)	Os resultados indicaram que quanto maior é o grau de centralização do controle das empresas, menor é o nível de endividamento. Por outro lado, quanto maior é a lucratividade apresentada, menor é a alavancagem, o que, segundo os autores, é consistente com a teoria de <i>pecking order</i> . O estudo indicou que o tamanho da empresa é uma variável positivamente relacionada com o nível de dívida praticado e que existe um nível estatisticamente significativo de diferença nos níveis de endividamento em função do setor ao qual a empresa pertence, e também em função do período (anual) da observação. O estudo ainda apontou o índice (ELP+PC)/PL como explicativo das decisões de estrutura de capital no mercado brasileiro e o índice PC/ELP+PL como o indicador que melhor visualizou o risco financeiro.
Iquiapaza, Souza e Amaral (2007)	O objetivo do estudo dos autores foi verificar as proposições da <i>pecking order</i> por meio de nova metodologia aplicada a uma amostra de companhias listadas na bolsa de valores de São Paulo no período de 1998-2005. Quando a amostra inteira é usada, parece que não se pode rejeitar a <i>pecking order</i> . A aderência é diferente conforme o subperíodo, sendo menor entre 2002 e 2005. Mas, quando as companhias são agrupadas de acordo com o tamanho, lucratividade e crescimento, perceberam que a sustentação da teoria, em geral, desaparece no caso das companhias mais lucrativas e maiores. Esses resultados contradizem estudos anteriores realizados no Brasil com a teoria da <i>pecking order</i> e estão de acordo com afirmações recentes da literatura quanto aos erros metodológicos e à validade da <i>pecking order</i> enquanto teoria capaz de explicar a estrutura do capital da empresa.

Quadro 1 – Estudos e pesquisas sobre estrutura de capital no Brasil

Fonte: compilado pelo autor com base em Schnorrenberger (2002).

2.3.7 Estratégias de financiamento no agronegócio brasileiro

Estudos no mercado brasileiro apresentam resultados preliminares sobre as estratégias de financiamento nos setores do agronegócio. Caldeira, Mathias e Pasin (2002) ao analisarem a competitividade financeira do sistema agroindustrial avícola brasileiro identificaram os principais fatores que comprometem o desempenho das empresas nacionais em relação às internacionais: falta de escala produtiva, altas taxas de juros para captação de recursos, desvalorizações cambiais e impostos em demasia. Entretanto, mesmo com essas desvantagens em relação ao mercado internacional o lucro líquido em relação às vendas líquidas das empresas brasileiras pesquisadas tem sido maior que o das estrangeiras. Os autores alertam que a eficiência brasileira em sua produção, faz com que esta carga tributária elevada, perto dos padrões americanos, seja compensada. A pesquisa aponta como o maior problema do setor no Brasil o alto endividamento e a instabilidade cambial, que resultam em menor competitividade e maior risco às empresas brasileiras do setor.

Bastiani (2001) procurou pontuar o financiamento empresarial cooperativo em termos de natureza, características, modalidades, restrições e relações de poder. O estudo evidencia que as cooperativas agropecuárias não contam com a alternativa que se apresenta às sociedades mercantis nas decisões sobre as respectivas estruturas de capital, principalmente pela impossibilidade de emissão de ações no mercado de capitais. O estudo identificou que 64% das entidades cooperativas informaram que o volume de recursos disponíveis não será suficiente para atender a demanda por novos investimentos. Deste número de cooperativas, 36% informaram que sacrificarão o capital de giro e duas delas afirmaram que buscarão formar alianças estratégicas com outras cooperativas e empresas do setor. A pesquisa caracterizou a existência de *pecking order* neste tipo de organização empresarial. Priorizou-se assim, o uso dos recursos líquidos gerados internamente, seguidos de endividamento e, por último o aporte de capital através dos associados. Além disso, o estudo detectou a presença de relação de poder, conforme se apresenta na teoria da agência, entre os cooperados que se encontram no comando da cooperativa, na condição de administradores, e os demais cooperados que não fazem parte da administração e não detêm esse poder. Segundo a autora, para esses cooperados que não detêm o poder, uma elevação do endividamento pode resultar em um incentivo para que a administração aja para o melhor desempenho e resultado, como também para reduzir suas mordomias e benefícios extraordinários.

Estudo apresentado indicou que apesar das empresas do agronegócio terem melhorado o resultado operacional, as flutuações do câmbio, associadas ao elevado custo do dinheiro no país, continuaram pressionando as despesas financeiras e provocando elevação do endividamento empresarial (CAMPELO JR., 2002). As análises apresentadas ressaltam o aumento do endividamento de 123% do patrimônio líquido para 138%, quase o dobro dos 76% de seis anos atrás. Além disso, o nível mediano do endividamento empresarial supera o padrão nacional (119%), apresenta características indesejáveis em sua composição, pois cerca de 42% desse endividamento são dívidas bancárias, sendo que metade delas vence no curto prazo.

O estudo conclui que as empresas do agronegócio estão mais vulneráveis aos períodos turbulentos da economia nacional do que a média das empresas nacionais (CAMPELO JR., 2002).

Sobre as questões específicas e particulares que envolvem o setor, Pinazza e Alimandro (1999) afirmam que o agronegócio está sujeito a fatores incontrolláveis como clima, pragas, doenças, preços e produção, deixando a agricultura sempre vulnerável a instabilidade de mercado.

Há de se considerar ainda, que nos setores de *commodities*, é maior a relação capital/produto e a necessidade de investir frente à demanda, visando a facilitar o posicionamento, o que faz com que a capacidade de mobilizar recursos seja decisiva para a manutenção da competitividade das empresas. Nesses mercados, o porte da empresa e o acesso a fontes de financiamentos são ativos fundamentais para a competitividade (FERRAZ; KUPFER; HAGUENAUER, 1995).

3 MÉTODO

Para Vergara (2005) há três grandes métodos: hipotético-dedutivo, fenomenológico e dialético⁵. Para a realização deste estudo foi utilizado o método hipotético-dedutivo.

O método hipotético-dedutivo deduz algo a partir de hipóteses que são testadas e busca o relacionamento entre elementos. Tem herança positivista, a qual vê o mundo como algo existente, independente da visão do observador (VERGARA, 2005). Neste método, segundo Lakatos e Marconi (1991), são formuladas hipóteses acerca de problemas, propostas soluções e, em seguida, essas soluções são testadas, demonstrando suas veracidades ou falsidades.

Este estudo teve o objetivo principal investigar o endividamento e o risco financeiro, através da análise da estrutura de capital das companhias brasileiras do agronegócio. A amostra considerou a integralidade das informações coletadas junto aos Balanços Patrimoniais de 31 de dezembro dos anos de 1995 a 2000 das empresas do agronegócio listadas na Bovespa e das companhias dos demais setores, ambas disponíveis no Banco de Dados Econômica.

3.1 VARIÁVEIS REPRESENTATIVAS UTILIZADAS

3.1.1 Variáveis representativas de estrutura de governança

As variáveis de estrutura de governança consideradas foram as utilizadas, em parte, por Procianoy e Schnorrenberger (2004). As variáveis escolhidas foram:

- 1) Participação percentual do maior acionista nas ações com direito a voto, sobre o total das ações com direito a voto da companhia, denominada de VT1;

⁵ Não foram mencionados todos os métodos existentes.

- 2) Participação percentual cumulativa dos três maiores acionistas nas ações com direito a voto, sobre o total das ações com direito a voto da companhia, denominada de VT123;
- 3) Quantidade de acionistas compreendida nos 51% das ações com direito a voto, permitindo, segundo a legislação, o controle acionário da companhia, denominada de Acionista51.

3.1.1.1 Justificativas para as variáveis de estrutura de governança

O critério de escolha das variáveis representativas de estrutura de governança, utilizado nesta pesquisa, se deu em virtude da alta participação dos acionistas (primeiro maior acionista, VT1, e três maiores acionistas nas ações com direito a voto, VT123) nas ações totais com direito a voto. Para a terceira variável (Acionista51), a escolha aconteceu motivada pela alta participação média e concentrada dos cinco maiores acionistas com direito a voto dentro da faixa dos 51% das ações com direito a voto. Para as três variáveis escolhidas, a coleta de dados não se baseou na estrutura de governança resultante de acordos entre acionistas, eis que são de difícil obtenção e podem ser realizados sem informar ao mercado.

3.1.2 Variáveis representativas de estrutura de capital

As variáveis representativas de estrutura de capital (índices de endividamento) foram as utilizadas por Procianoy e Schnorrenberger (2004), e, comumente utilizadas em estudos sobre o assunto, conforme segue:

- 1) Exigível a Longo Prazo / Patrimônio Líquido, denominado de ELP / PL;
- 2) (Exigível a Longo Prazo + Passivo Circulante) / Patrimônio Líquido, denominado de ELP + PC / PL;
- 3) Passivo Circulante / Patrimônio Líquido, denominado de PC / PL;

- 4) Passivo Circulante (Exigível a Longo Prazo + Patrimônio Líquido), denominado de PC / ELP + PL;
- 5) Passivo Circulante / Exigível a Longo Prazo, denominado de PC / ELP;
- 6) (Passivo Total – Patrimônio Líquido) / Ativo Total, denominado de PT-PL / AT;
- 7) Instituições Financeiras de Curto Prazo / Patrimônio Líquido, denominado de IFCP / PL;
- 8) Instituições Financeiras de Longo Prazo / Patrimônio Líquido, denominado de IFLP / PL.

3.1.2.1 Justificativas para as variáveis de estrutura de capital

Considerando as variáveis de estrutura de capital (índices de endividamento) escolhidas para o estudo, segundo Procianoy e Schnorrenberger (2004, p. 127):

Observa-se que a variável ELP/PL expressa a relação entre duas fontes de capital de longo prazo para financiamento das companhias, permitindo, com isso, visualizar o nível de recursos de longo prazo (Exigível a Longo Prazo) em relação ao capital próprio (Patrimônio Líquido), mantidas as demais variáveis inalteradas. A relação indica, portanto, o quanto a companhia faz uso de dívida de longo prazo em relação ao uso de capital próprio na captação dos recursos de longo prazo.

Para os mesmo autores, “a variável, ELP+PC/PL, mantidas as demais variáveis inalteradas, revela os níveis totais de uso de capital de terceiros, composto pelas fontes de curto prazo (Passivo Circulante) e longo prazo (Exigível a Longo Prazo), em relação aos capitais próprios (Patrimônio Líquido). Esse indicador possibilita reconhecer o grau de risco financeiro, pois quanto maior for seu índice maior é a dependência e o uso dos recursos de terceiros pela companhia”.

A variável PC/PL, conforme Procianoy e Schnorrenberger (2004, p. 127):

Apresenta a relação entre as fontes de curto prazo (Passivo Circulante) em relação ao capital próprio (Patrimônio Líquido), mantidas as demais variáveis inalteradas. Embora não seja comumente utilizado nas análises relativas à estrutura de capital, é sugerido por Procianoy e Kraemer (2001) devido as particularidades e das características do mercado brasileiro. As dificuldades de captação dos recursos de longo prazo através de dívida (Exigível a Longo Prazo) pressupõe uma maior participação da captação de recursos de curto prazo (Passivo Circulante), podendo,

por isso, resultar em uma participação relevante, se comparado com o nível de utilização do capital próprio (Patrimônio Líquido).

A variável, PC/ELP+PL, apresenta a relação estabelecida entre as fontes de recursos de curto prazo (Passivo Circulante) e as de longo prazo (Exigível a Longo Prazo e Patrimônio Líquido). Mantendo-se as demais variáveis inalteradas, este indicador permite visualizar o risco incorrido pela companhia, já que quanto maior for o resultado do quociente maior será a dependência e a utilização de recursos de curto prazo, ou seja, com menores prazos de vencimento (Passivo Circulante) em relação a recursos de longo prazo, e, com prazos maiores de vencimento.

A variável, PC/ELP, apresentada por Procianoy e Schnorrenberger (2004, p. 127):

Indica a relação entre os recursos de terceiros de curto prazo (Passivo Circulante) e os recursos financeiros de longo prazo (Exigível a Longo Prazo). Um resultado elevado neste índice, caso sejam mantidas as demais variáveis constantes, indica um maior uso de recursos de curto prazo (Passivo Circulante) e de menor vencimento, comparativamente aos recursos de longo prazo (Exigível a Longo Prazo), e por conseguinte, um maior risco incorrido pela companhia.

A variável PT-PL/AT, revela a participação dos recursos não próprios (Passivo Circulante e Exigível a Longo Prazo) sobre o total do ativo (Ativo Total). Este indicador permite visualizar qual a participação dos recursos de terceiros sobre o total das fontes de recursos totais da empresa, mantidas as demais variáveis inalteradas. Portanto, quanto maior for este índice, maior a utilização de recursos de terceiros em relação ao capital próprio, resultando em maior risco à companhia.

A variável IFCP/PL, representa a relação dos recursos obtidos junto a instituições financeiras no curto prazo (Instituições Financeiras de Curto Prazo), sobre o total do patrimônio líquido (Patrimônio Líquido), se mantidas as demais variáveis inalteradas. Esse indicador busca visualizar a utilização de recursos empregados em maior volume no mercado brasileiro, devido às dificuldades de captação dos recursos de longo prazo. O índice também permite visualizar a participação individualizada do financiamento de curto prazo junto a instituições financeiras, eis que, normalmente, as informações restringem-se ao passivo circulante da companhia (PROCIANOY; SCHNORRENBARGER, 2004, p. 127).

Segundo Procianoy e Schnorrenberger (2004, p. 127):

A variável, IFLP/PL, revela a participação dos recursos obtidos junto a instituições financeiras de longo prazo (Instituições Financeiras de Longo Prazo) em relação aos recursos originários do capital próprio (Patrimônio Líquido). A inclusão desse índice foi necessária em virtude de as análises realizadas considerarem comumente a composição global do exigível a longo prazo (Exigível a Longo Prazo) incluídos os demais recursos de longo prazo, como parcelamentos tributários e outros, sem particular distinção aos recursos de longo prazo originários das instituições financeiras (IFLP).

3.2 FORMULAÇÃO DAS HIPÓTESES

Hipótese de pesquisa 1:

Investigar a existência de diferenças nas variáveis representativas de estrutura de capital (endividamento e risco financeiro), entre as companhias brasileiras do agronegócio e as companhias dos demais setores.

As respectivas hipóteses de nulidade e alternativa são:

Hipótese de nulidade 1:

Não existem diferenças entre as companhias brasileiras do agronegócio e as companhias dos demais setores da economia em relação a posição das variáveis representativas da estrutura de capital (endividamento e risco financeiro).

Hipótese alternativa 1:

Existem diferenças entre as companhias brasileiras do agronegócio e as companhias dos demais setores da economia em relação a posição das variáveis representativas da estrutura de capital (endividamento e risco financeiro).

Hipóteses de pesquisa 2:

Investigar a existência de relação entre as variáveis representativas da estrutura de governança e as variáveis representativas da estrutura de capital (endividamento e risco financeiro) das companhias brasileiras do agronegócio.

As respectivas hipóteses de nulidade e alternativa são:

Hipótese de nulidade 2:

Não existe relação entre as variáveis representativas da estrutura de governança e as variáveis representativas de estrutura de capital (endividamento e risco financeiro) das companhias brasileiras do agronegócio.

Hipótese alternativa 2:

Existe relação entre as variáveis representativas da estrutura de governança e as variáveis representativas de estrutura de capital (endividamento e risco financeiro) das companhias brasileiras do agronegócio.

3.3 PROCEDIMENTOS ESTATÍSTICOS

3.3.1 Verificação de diferenças em posição entre os segmentos

Para se verificar se existiam diferenças entre as companhias brasileiras do agronegócio e as companhias dos demais setores da economia em relação a posição das variáveis representativas da Estrutura de Capital (ELP/PL, ELP+PC/PL, PC/PL, PC/ELP+PL, PC/ELP, IFCP/PL, IFLP/PL e PT-PL/AT) procedeu-se a análise de variância (ANOVA) para medidas repetidas ou para dados de painel (*panel data*), uma vez que os dados foram coletados em diferentes anos para as mesmas empresas, indicando a não-independência dos mesmos. Esta técnica de análise utiliza a metodologia de modelos mistos, pesquisando-se a melhor estrutura de covariância para modelar os dados. O modelo de análise de variância adotado contempla os efeitos de Segmento (Agro), Anos e da Interação Segmento x Anos.

3.3.1.1 Expectativa de resultados para as diferenças de posição entre os segmentos

Para Procianoy e Schnorrenberger (2004, p. 131):

A variável utilizada como representativa da estrutura de capital (índice de endividamento), em qualquer uma das formas, é habitualmente tomada como explicativa da percepção de alavancagem financeira e do risco financeiro associado que está sendo incorrido pela gestão e, por conseguinte, pelos acionistas de uma empresa.

Para todas as variáveis da estrutura de capital (índice de endividamento) apresentadas, quanto maiores forem os resultados obtidos, maiores serão as diferenças e o uso de recursos de terceiros do grupo de companhias do agronegócio, e, por conseguinte, maiores os riscos financeiros incorridos pelas companhias deste setor. Por isso, e, dadas às especificidades de maior risco mencionadas no presente estudo, como sugere ser o agronegócio, e, as diferenças de estrutura de capital (índice de endividamento) entre diferentes setores relatadas pela literatura, espera-se encontrar diferenças significativas entre as variáveis representativas de estrutura de capital das companhias brasileiras do agronegócio, e as companhias dos demais setores.

3.3.2 Verificação da relação entre as variáveis representativas da estrutura de governança e as variáveis representativas da estrutura de capital das companhias brasileiras do agronegócio

Para avaliar as relações entre as variáveis da estrutura de governança e as variáveis da estrutura de capital (índices de endividamento) das companhias do agronegócio, o procedimento estatístico utilizado foi o coeficiente de correlação de postos *Spearman*, em função, principalmente, da distribuição das variáveis da estrutura de governança. O coeficiente de correlação de *Spearman*, semelhantemente ao coeficiente de correlação de *Pearson*, mede associação linear entre as variáveis, variando entre -1 e $+1$. Valores positivos indicam relação direta (variação na mesma direção), enquanto que valores negativos indicam relação inversa (variação em direções opostas).

3.3.2.1 Expectativa de resultados quanto à associação

As variáveis representativas da estrutura de capital (endividamento) serão relacionadas com três variáveis da estrutura de governança. Uma das variáveis:

VT1, composta pela participação percentual cumulativa do maior acionista nas ações com direito a voto, sobre o total das ações com direito a voto da companhia, representa o grau de acumulação de poder no primeiro maior acionista. Um alto índice de VT1 deve ser inversamente proporcional ao risco financeiro a ser assumido pela empresa, este representado pela estrutura de capital (índice de endividamento). Neste caso o coeficiente da relação com a variável de estrutura de capital (índice de endividamento) deverá ser negativo (PROCIANOY; SCHNORRENBERGER, 2004, p. 131).

Outra variável, identificada por VT123, representa para Procianoy e Schnorrenberger (2004, p. 131):

A participação percentual cumulativa dos três maiores acionistas nas ações com direito a voto, sobre o total das ações com direito a voto da companhia e indica o grau de acumulação de poder nos três maiores acionistas. Do mesmo modo que a variável VT1, um alto índice de VT123 deve ser inversamente proporcional ao risco financeiro a ser assumido pela empresa, este representado pela estrutura de capital (índice de endividamento). Neste caso o coeficiente da relação com o a variável de estrutura de capital deverá ser negativo.

Para Procianoy e Schnorrenberger (2004, p. 131):

A Variável Acionista51, que é a quantidade de acionistas compreendida nos 51% das ações com direito a voto, representa a estrutura de governança das companhias”. Neste caso, conforme os autores, “quanto maior for a variável Acionista51 maior será a pré-disposição destes em assumir maiores níveis de risco financeiro com uma estrutura de capital (índice de endividamento) mais alavancada. Neste caso, o coeficiente de relação deverá ser positivo.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 DESCRIÇÃO DOS DADOS

As observações coletadas referem-se a totalidade das maiores companhias brasileiras não financeiras e cujos títulos foram negociados na Bovespa nos períodos de 31 de dezembro de 1995 a 31 de dezembro de 2000.

A classificação setorial foi a mesma considerada no Banco de Dados Econômica. Os setores considerados na amostra das companhias do agronegócio foram Alimento (19 companhias), Fertilizante (9 companhias), Papel e Celulose (9 companhias), Madeira (3 companhias), Máquinas e Equipamentos Agrícolas (2 companhias), Couro (1 companhia) e Fumo (1 companhia), conforme apresentado na Figura 1.

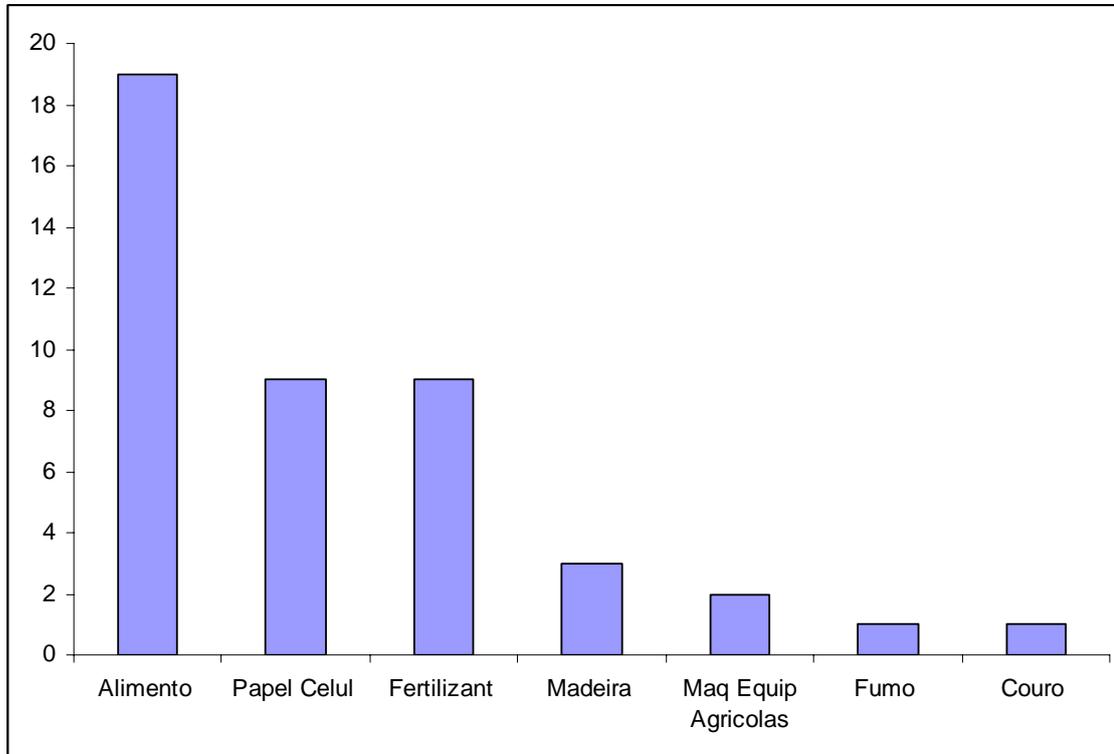


Figura 1 – Distribuição do agronegócio por setor

Fonte: dados da pesquisa

Para classificação do agronegócio na amostra foram escolhidos setores que tenham preponderantemente ou exclusivamente o agronegócio em sua cadeia produtiva ou mesmo no produto final. Este critério foi utilizado devido a impossibilidade da determinação exata de quanto cada índice a ser estudado (da estrutura de governança ou da estrutura de capital) corresponda ao agronegócio. Por isso, setores com menores participações do agronegócio na sua cadeia produtiva, com menores contribuições ao produto final, e, menos sujeitos aos riscos (clima, doenças, pragas e duração do ciclo produtivo e financeiro) que se apresentam ao agronegócio, foram considerados na amostra das demais companhias. A relação de todos os demais setores encontra-se no Anexo A.

Para a descrição das variáveis avaliadas da Estrutura de Governança (VT1, VT123 e Acionista51) e da Estrutura de Capital (ELP/PL, ELP+PC/PL, PC/PL, PC/ELP+PL, PC/ELP, IFCP/PL, IFLP/PL e PT-PL/AT), obtiveram-se estatísticas descritivas, como a média, o desvio-padrão, o mínimo, o máximo, a mediana e a amplitude interquartílica independentemente dos grupos (Tabela 1) e considerando-se os grupos (Tabela 2).

Tabela 1 - Estatísticas Descritivas gerais para as variáveis avaliadas

Variável	N	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo	Mediana	Amplitude Interquartílica
VT1	1567	60.36	25.74	0.58	100.00	59.41	42.44
VT123	1567	80.72	18.75	0.64	100.00	85.92	26.05
Acionista51	1567	1.68	1.19	1.00	6.00	1.00	1.00
ELP/PL	1619	1.73	14.88	-54.29	320.48	0.34	0.71
ELP+PC/PL	1619	3.31	22.38	-82.85	480.40	0.88	1.46
PC/PL	1619	1.58	9.67	-46.24	220.29	0.49	0.85
PC/ELP+PL	1619	0.59	2.55	-40.28	49.11	0.36	0.44
PC/ELP	1599	14.64	206.80	0.00	7363.00	1.39	2.55
IFCP/PL	1615	0.57	4.75	-36.72	162.53	0.17	0.38
IFLP/PL	1613	0.63	5.29	-9.62	174.20	0.13	0.41
PT-PL/AT	1619	0.63	0.87	0.00	25.78	0.54	0.38

Fonte: Dados da pesquisa

Tabela 2 - Estatísticas Descritivas para as variáveis avaliadas em cada grupo

	Variável	N	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo	Mediana	Amplitude Interquartilica
Agro	VT1	248	60.72	26.72	9.90	100.00	59.41	45.36
	VT123	248	81.09	18.50	21.41	100.00	84.00	27.00
	Acionista51	248	1.69	1.12	1.00	6.00	1.00	1.00
	ELP/PL	250	2.22	19.45	-3.00	304.70	0.49	0.72
	ELP+PC/PL	250	4.64	31.40	-15.82	480.40	1.25	1.77
	PC/PL	250	2.42	12.44	-13.51	175.71	0.68	1.18
	PC/ELP+PL	250	1.03	3.93	-11.88	49.11	0.45	0.62
	PC/ELP	250	8.44	36.82	0.15	466.24	1.36	2.15
	IFCP/PL	250	0.94	3.57	-2.64	40.51	0.31	0.49
	IFLP/PL	250	1.21	11.06	-1.40	174.20	0.26	0.57
PT-PL/AT	250	0.65	0.39	0.01	4.25	0.60	0.30	
Não	VT1	1319	60.30	25.57	0.58	100.00	59.71	42.05
	VT123	1319	80.65	18.80	0.64	100.00	86.17	25.95
	Acionista51	1319	1.68	1.20	1.00	6.00	1.00	1.00
	ELP/PL	1369	1.65	13.89	-54.29	320.48	0.28	0.71
	ELP+PC/PL	1369	3.07	20.31	-82.85	469.79	0.82	1.38
	PC/PL	1369	1.42	9.07	-46.24	220.29	0.46	0.78
	PC/ELP+PL	1369	0.50	2.20	-40.28	27.69	0.35	0.42
	PC/ELP	1349	15.79	224.58	0.00	7363.00	1.40	2.61
	IFCP/PL	1365	0.51	4.93	-36.72	162.53	0.14	0.36
	IFLP/PL	1363	0.52	3.27	-9.62	91.74	0.12	0.37
PT-PL/AT	1369	0.63	0.93	0.00	25.78	0.52	0.39	

Fonte : Dados da pesquisa

4.2 VERIFICAÇÃO DE DIFERENÇAS ENTRE OS SEGMENTOS DE EMPRESAS QUANTO A POSIÇÃO

Para se verificar se existiam diferenças entre as médias dos dois segmentos de empresas (de agronegócio ou não) para as variáveis avaliadas da Estrutura de Capital (ELP/PL, ELP+PC/PL, PC/PL, PC/ELP+PL, PC/ELP, IFCP/PL, IFLP/PL e PT-PL/AT) procedeu-se a análise de variância (ANOVA) para medidas repetidas ou para dados de painel (*panel data*). O modelo de análise de variância adotado contempla os efeitos de Segmento (Agro), Anos e da Interação Segmento x Anos. Os resultados encontram-se na Tabela 3.

Tabela 3 - Valores das estatísticas F para o teste dos efeitos de segmento, anos e da interação segmento x anos e estrutura de covariância selecionada para os diferentes índices de endividamento

Índices de endividamento	Segmento	Anos	Segmento X Anos	Estrutura de Covariância
ELP/PL	0,30	1,96	1,22	Não-estruturada
ELP+PC/PL	1,23	2,59**	1,00	Auto-regressiva de 1ª ordem heterogênea
PC/PL	2,79*	2,94**	1,09	Toeplitz Heterogênea
PC/ELP+PL	7,79***	1,66	1,48	Não-estruturada
PC/ELP	0,18	0,98	0,70	Não-estruturada
IFCP/PL	2,59*	1,42	0,55	Toeplitz Heterogênea
IFLP/PL	4,63**	4,67***	0,95	Não-estruturada
PT-PL/AT	0,6621	10,72**	0,82	Toeplitz Heterogênea

Fonte : Dados da pesquisa

Nota:

*, **, *** significativos a 10, 5 e 1 %.

Na avaliação procedida para verificar a existência de diferenças nas médias para as variáveis representativas da estrutura de capital, entre as companhias brasileiras do agronegócio e as companhias dos demais setores, foram encontradas diferenças com significância estatística, independentemente dos anos, para os índices de endividamento PC/PL, PC/ELP+PL, IFCP/PL e IFLP/PL (Tabela 3). Quanto a estes índices as companhias do agronegócio possuem endividamento superior às demais companhias como pode ser observado nas Figuras 2, 3, 4 e 5.

Os resultados indicam endividamento diferenciado entre as companhias do segmento do agronegócio, e o das demais companhias, motivado possivelmente pelas características e particularidades de endividamento e risco financeiro, ressaltada em estudos de pesquisas e na literatura financeira especializada.

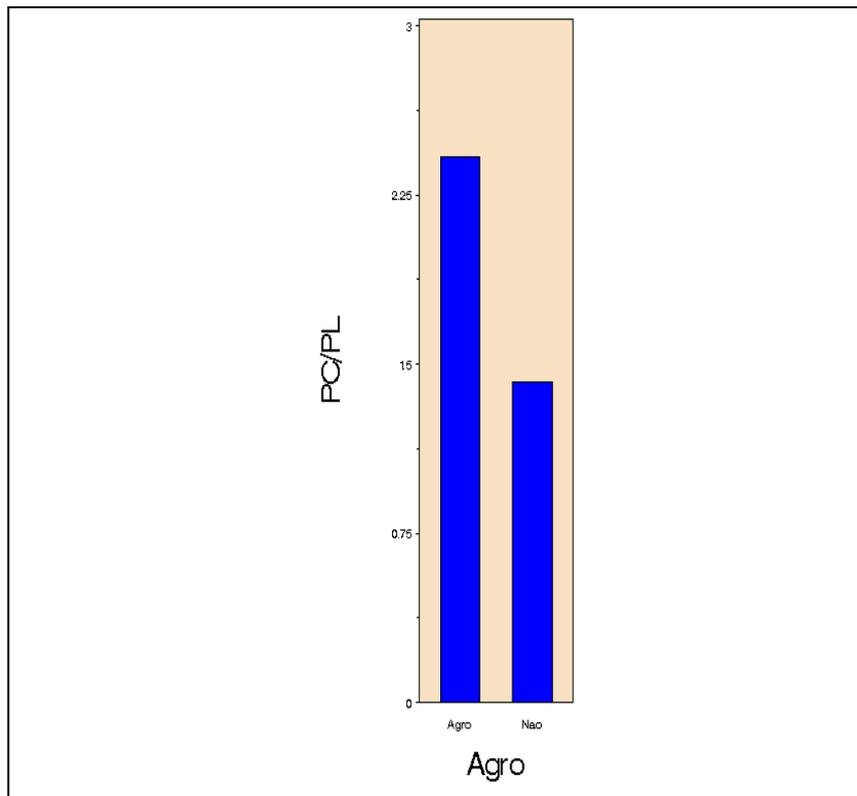


Figura 2 - Médias para índice de endividamento que apresentou diferenças entre os segmentos

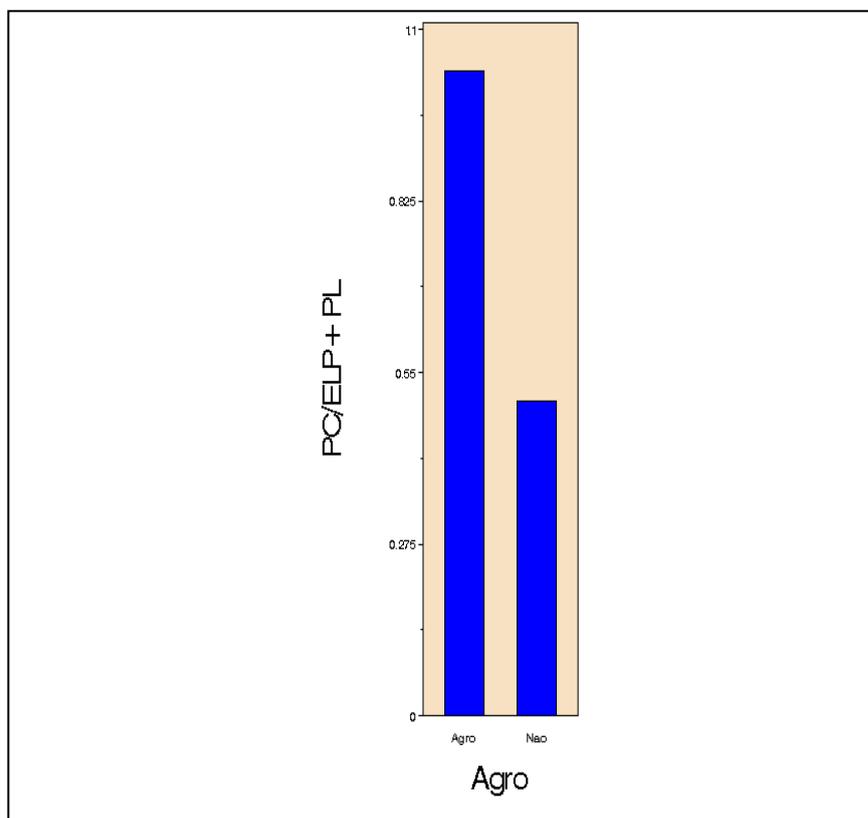


Figura 3 - Médias para índice de endividamento que apresentou diferenças entre os segmentos

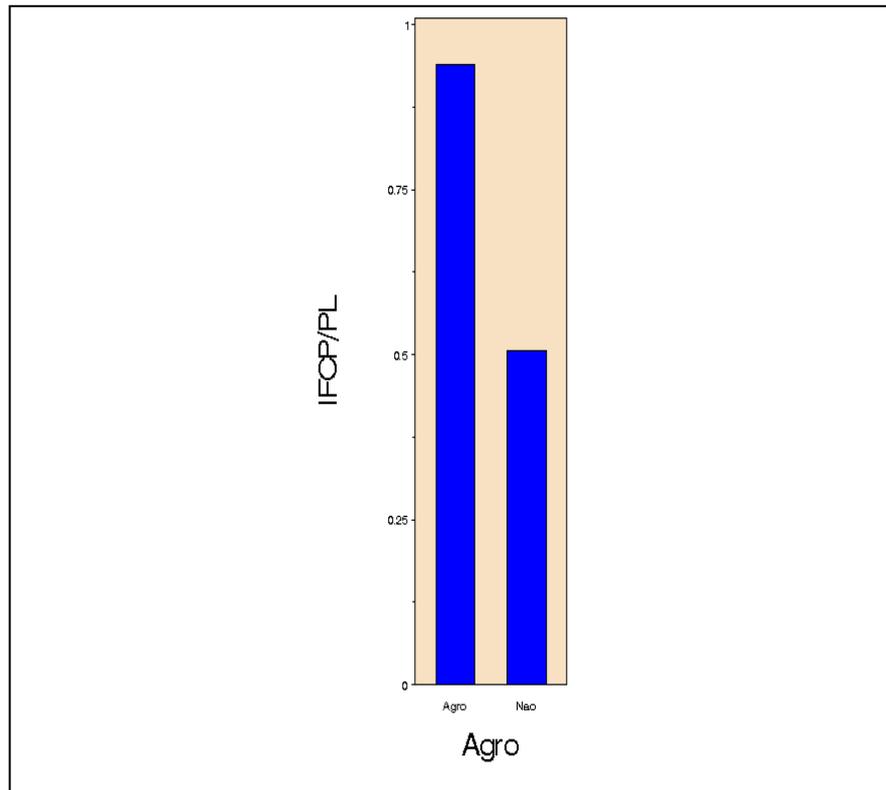


Figura 4 - Médias para índice de endividamento que apresentou diferenças entre os segmentos

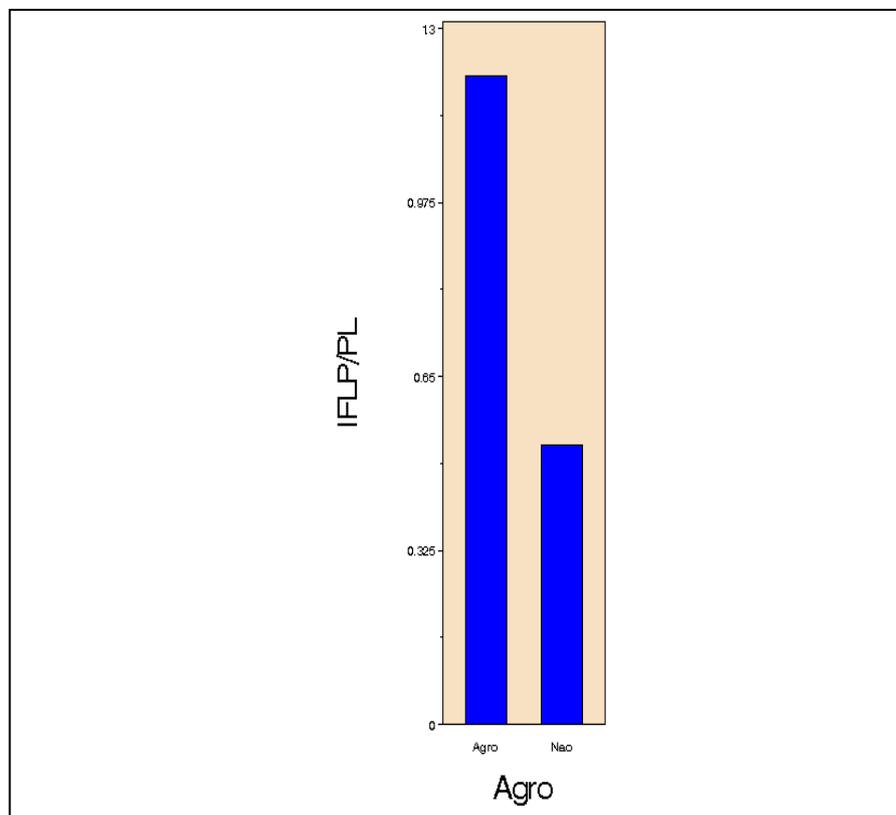


Figura 5 - Médias para índice de endividamento que apresentou diferenças entre os segmentos

Em estudo realizado com empresas atuantes em setores industriais idênticos, foram encontrados resultados que sustentam a hipótese de que o grau de endividamento médio é fortemente associado à classificação setorial. Assim, para muitas empresas, o grau médio de endividamento de seu setor é um fator importante, pois ele impede que as empresas apresentem decisões diferenciadas da prática comum. Estudos sustentam esta abordagem teórica (BRADLEY; JARREL; KIN, 1984; ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 1995; GITMAN, 1997; SCHNORRENBERGER, 2002).

Sobre as peculiaridades do agronegócio, que podem diferenciar o segmento, pesquisa aponta a vulnerabilidade aos períodos turbulentos da economia nacional (CAMPELO JR., 2002) e autores mencionam a influência de fatores incontrolláveis como clima, pragas e doenças (PINAZZA; ALIMANDRO, 1999). Existe ainda, a necessidade de investir à frente da demanda, o que faz com que a capacidade de mobilizar recursos seja decisiva para a manutenção da competitividade das empresas (FERRAZ; KUPFER; HAGUENAUER, 1995). Isso acaba resultando no maior uso de recursos financeiros, em razão de maior duração do ciclo produtivo e financeiro do segmento.

Em relação aos anos, verifica-se diferença entre eles, independentemente do segmento, para as variáveis da estrutura de capital ELP+PC/PL, PC/PL, IFLP/PL e PT-PL/AT, enquanto que para nenhum índice de endividamento verifica-se efeito significativo para a interação Segmento x Anos, evidenciando linearidade ao longo dos anos de estudo (Tabela 4).

O índice de estrutura de capital que obteve maior diferença entre as companhias do agronegócio e as companhias dos demais setores, no teste dos efeitos de segmento, foi PC/ELP+PL. O indicador apresenta a relação dos recursos de curto prazo (Passivo Circulante), e com menores prazos de vencimento, com os recursos de longo prazo (Exigível de Longo Prazo e Patrimônio Líquido), e, com maiores prazos de vencimento. Neste índice, quanto maiores forem os recursos de curto prazo (Passivo Circulante), em relação aos recursos de longo prazo (Exigível de Longo Prazo e Patrimônio Líquido), maior será o nível de endividamento e risco financeiro. Procianoy e Kraemer (2001) e Procianoy e Schnorrenberger (2004) também indicaram o índice PC/ELP+PL como o melhor sinalizador de endividamento de risco no mercado brasileiro.

Os resultados podem indicar dificuldades de captação de recursos de longo prazo (Instituições Financeiras de Longo Prazo e Patrimônio Líquido) nas companhias do agronegócio, o que não somente dificulta a gestão de estrutura de capital e eleva os níveis de endividamento no curto prazo (PC), como também acarreta juros excessivamente mais caros e maior restrição bancária no oferecimento de operações junto ao segmento.

O índice IFLP/PL, composto pela relação das Instituições Financeiras de Longo Prazo pelo Patrimônio Líquido, foi o segundo a obter maior diferença, entre as companhias do agronegócio e as companhias dos demais setores, no teste dos efeitos de segmento. Os indícios encontrados, podem estar relacionados com a teoria de *pecking order*, que presume uma ordem pré-determinada na captação de recursos, primeiramente no curto prazo, e posteriormente (quando esgotados os fundos de curto prazo) nos fundos de longo prazo, quando estes estiverem disponíveis, conforme resultados encontrados no mercado brasileiro. Sobre isso, Soares e Procianoy (2000), Eid Jr (1996) e Procianoy e Schnorrenberger (2004) apontaram indícios de que as empresas brasileiras seguem uma ordem pré-determinada nas decisões de estrutura de capital (endividamento), que condiz com a abordagem de *pecking order*.

Os índices PC/PL (Passivo Circulante dividido pelo Patrimônio Líquido) e IFCP/PL (Instituições Financeiras de Curto Prazo dividido pelo Patrimônio Líquido) foram os índices seguintes a apresentarem diferenças entre as companhias do agronegócio e as companhias dos demais setores, considerando o teste dos efeitos de segmento. A exemplo de PC/ELP+PL, as diferenças podem estar ocorrendo, entre ambos os grupos de companhias, devido às especificidades do agronegócio e à falta de flexibilidade e adequação das opções de crédito de longo prazo (oriundo do Exigível de Longo Prazo) para o segmento, requerendo por isso níveis elevados de endividamento e risco financeiro nos recursos de curto prazo (IFCP e PC).

4.3 RELAÇÃO ENTRE ESTRUTURA DE GOVERNANÇA E ESTRUTURA DE CAPITAL PARA AS EMPRESAS DE AGRONEGÓCIO

Para avaliar a relação, entre as variáveis da estrutura de governança, expressas através dos índices VT1, correspondente a participação do primeiro maior acionista, e VT123, correspondente a participação do primeiro, segundo e terceiro maior acionista, nas ações com direito a voto, e as variáveis de estrutura de capital (índices de endividamento) das companhias brasileiras do agronegócio, calcularam-se os coeficientes de correlação de *Spearman* apresentados na Tabela 4. Verifica-se associação negativa significativa, embora numericamente baixa, de VT1 com PC/ELP e IFCP/PL, e de VT123 com PC/ELP, PC/ELP+PL, IFCP/PL, PC/PL, PT-PL/AT e ELP+PC/PL (Tabela 4).

Muito embora as correlações encontradas tenham sido numericamente baixas, a luz da significância estatística, elas apontam sistematicamente para a mesma direção (relação negativa), sugerindo que quanto maior a participação dos maiores acionistas nas ações com direito a voto, menor o endividamento, caracterizando aversão ao risco financeiro, concordando com estudos no mercado internacional e brasileiro.

Isso é justificado por Procianoy e Schnorrenberger (2004, p. 142) ao afirmar que “os achados revelam a existência de maior aversão ao risco por parte dos controladores destas empresas com a possibilidade de perda de sua riqueza pessoal na medida em que pode-se imaginar que a maior riqueza destes seja a própria empresa”.

Em relação a variável de controle acionário Acionista51, verifica-se associação positiva com PC/ELP, IFCP/PL, PC/ELP+PL e PC/PL (Tabela 4). Muito embora as correlações sejam numericamente baixas, apontaram sistematicamente para a mesma direção, caracterizando, a luz da significância estatística, a existência de relação positiva entre a variável Acionista51 e as variáveis da Estrutura de Capital (Índices de Endividamento). Isso sugere, que quanto menor a quantidade de acionistas na faixa do controle acionário (51% das ações ordinárias), menor o endividamento, caracterizando a aversão ao risco financeiro.

Tabela 4 - Correlações de Spearman entre Variáveis de Estrutura de Governança e Estrutura de Capital para companhias do agronegócio

Variáveis	PC/ELP	IFCP/PL	IFLP/PL	PC/ELP+PL	PT-PL/AT	PC/PL	ELP/PL	ELP+PC/PL
VTVT1	-0.16682*** 244	-0.13310** 244	-0.07861 244	-0.06038 244	-0.05345 244	-0.05221 244	0.02156 244	-0.01254 244
VT123	-0.24715*** 244	-0.19677*** 244	-0.06650 244	-0.22509*** 244	-0.14647** 244	-0.19541*** 244	-0.01809 244	-0.12265* 244
Acionista51	0.23134*** 244	0.16813*** 244	0.04702 244	0.12736** 244	0.08420 244	0.11722* 244	-0.02313 244	0.05806 244

Fonte: Dados da Pesquisa

Nota:

*, **, *** significativos a 10, 5 e 1 %.

Outra constatação, é a de que as relações com melhores níveis de significância, se repetiram em duas ou três oportunidades nos índices concentrados no curto prazo (PC/ELP, IFCP/PL, PC/ELP+PL e PC/PL), com menores vencimentos, e, portanto, de maior risco financeiro.

A diversidade dos indícios encontrados, tanto no que se refere às diferenças setoriais e estruturas de endividamento diferenciadas, tanto no que se refere a relação da estrutura de governança e as decisões de estrutura de capital, sugere que mais de uma teoria possa explicar as decisões de estrutura de capital das companhias do agronegócio brasileiro, conforme mencionado por Barclay e Smith (1999), de que “as teorias de estrutura de capital não se excluem entre si - pois aceitar uma abordagem teórica não pressupõe rejeitar outra”.

5 CONCLUSÕES E DISCUSSÃO

Este estudo investigou o endividamento e risco financeiro, através da análise da estrutura de capital das companhias brasileiras do agronegócio, listadas na Bovespa em 31 de dezembro dos anos de 1995 a 2000.

A pesquisa apresentou indícios de existência da *pecking order*, que presume uma ordem pré-determinada para captação de recursos, bem como, de que mais de uma teoria financeira possa explicar as decisões de endividamento e risco financeiro no segmento do agronegócio. O sinalizador mais indicado para apontar o endividamento de risco financeiro (obtido entre as diferenças do agronegócio e o das companhias dos demais setores) foi PC/ELP+PL (Passivo Circulante dividido pelo Exigível a Longo Prazo acrescido do Patrimônio Líquido), conforme resultados encontrados em estudos anteriores no mercado brasileiro.

Para algumas variáveis da estrutura de capital, verificou-se diferença significativa entre os grupos, sendo o grupo do agronegócio superior ao das demais companhias, sugerindo maior endividamento e risco financeiro, provenientes possivelmente das particularidades de clima, pragas, doenças e maior duração do ciclo produtivo e financeiro.

Os índices de endividamento diferentes foram aqueles cuja composição está principalmente concentrada no curto prazo (PC/PL, PC/ELP+PC e IFCP/PL), de menor vencimento e de maior risco. Isso indica a importância das linhas de crédito de longo prazo para o agronegócio, pois tem a finalidade principal de realizar o abastecimento de recursos quando as alternativas de curto prazo estiverem se esgotado. Portanto, as diferenças também apontadas entre o segmento do agronegócio e as demais companhias dos outros setores no índice de IFLP/PL (Instituições financeiras de longo prazo em relação ao capital próprio) são originadas possivelmente pela captação insuficiente de recursos de curto prazo, frente às maiores exigências do segmento, que resulta em maior endividamento de longo prazo, em relação às companhias dos demais setores.

Importante destacar, deste modo, as opções limitadas de captação de fundos a longo prazo, e a pouca representatividade do mercado de ações como fonte de recursos complementares ao endividamento das empresas do agronegócio, limitando competitivamente o setor em relação à concorrência localizada nos mercados desenvolvidos, e, em relação aos

outros setores produtivos da indústria interna. Há ainda de se mencionar, os maiores riscos transferidos do segmento às Instituições Financeiras, decretando possivelmente maiores restrições, taxas adicionais e juros diferenciados na oferta de crédito ao agronegócio.

Nas associações significativas entre a estrutura de governança (VT1 e VT123) e os índices de estrutura de capital das companhias brasileiras do agronegócio, observou-se que quanto maior a participação dos maiores acionistas nas ações com direito a voto, menor o endividamento, sugerindo a aversão ao endividamento e risco financeiro.

Nas associações significativas da variável de controle acionário Acionista51 com os índices de endividamento, quanto menor a quantidade de acionistas na faixa do controle acionário (51% das ações ordinárias) menor é o endividamento, sugerindo também a aversão ao endividamento e risco financeiro.

Foi possível observar que os melhores resultados obtidos nos níveis de significância dos testes de correlação (tanto utilizando VT1 e VT123, como Acionista51), com as variáveis de estrutura de capital, repetiram-se duas e três vezes nos índices concentrados no curto prazo, como PC/ELP, IFCP/PL, PC/ELP+PL e PC/PL, de menor vencimento, e, portanto, de maior risco financeiro.

Observou-se assim, que variáveis representativas da estrutura de capital apresentam diferenças entre as companhias brasileiras do agronegócio e as companhias dos demais setores da economia. Evidencia-se indícios de associação entre as variáveis representativas da estrutura de governança e as variáveis representativas da estrutura de capital das companhias brasileiras do agronegócio sugerindo, diante disso, estudos complementares para a confirmação desta hipótese.

É importante salientar que em mercados com alta participação na economia de um país e com especificidades e maior duração do ciclo produtivo e financeiro, e correspondente maior risco, como sugere ser o segmento do agronegócio, há a necessidade de uma maior governança, conhecimento e monitoramento das decisões por parte dos gestores, controladores, investidores e agências de fomento de crédito.

Neste sentido, a governança corporativa pode ajudar, pois estimula o crescimento econômico das nações através do surgimento de instituições estimulantes e confiáveis, promovendo a crescente canalização de recursos para o mercado de capitais.

Os resultados deste estudo apontam para a aversão ao risco e endividamento por parte dos controladores das companhias do agronegócio. Isto traz implicações sobre a confiança e a prática dos investidores no mercado acionário brasileiro, pois supõe tomada de decisão não direcionada para a alavancagem financeira e crescimento das organizações.

No que se refere ao crédito e custo de capital, é fundamental uma política adequada que busque contemplar as necessidades do segmento que mais movimenta a economia do país. Novos questionamentos também devem ser realizados para os motivos da pouca participação de empresas do agronegócio na Bolsa de Valores brasileira.

É preciso ainda conscientizar os diretores e administradores para as particularidades e especificidades que afetam as empresas do segmento do agronegócio. Certamente, o uso e aplicação dos recursos de tais organizações requerem maior profissionalização, especialização e conhecimento para suportar o maior endividamento e risco financeiro.

Embora a relevância do segmento, poucos estudos científicos têm acontecido sobre as organizações do agronegócio. Os resultados encontrados neste trabalho confirmam a necessidade de novas pesquisas para a gestão de empresas do agronegócio. Muitas questões precisam ser respondidas, e, a maioria delas, possivelmente passa pelas diferenças a que está sujeito o segmento.

A realização deste trabalho encontrou algumas limitações e sugestões que devem ser consideradas para o entendimento dos resultados encontrados, bem como para futuros estudos.

A amostra utilizada não contempla a integralidade das companhias do agronegócio do país, estando portanto, restrita às companhias listadas na BOVESPA. Outra limitação, diz respeito ao período de estudo da pesquisa, sendo por isso importante complementar e investigar os anos seguintes aos já utilizados. A escolha do período de estudo aconteceu visando comparação com resultados de pesquisa anteriormente realizada no mercado brasileiro sobre endividamento e risco financeiro.

Sugere-se também que sejam realizados estudos contemplando as especificidades, particularidades e diferenças das decisões em outros índices financeiros, como lucratividade, liquidez, rentabilidade e outros.

Embora a confirmação da primeira hipótese, novos estudos necessitam ser realizados para desvendar a participação de cada particularidade no resultado global das diferenças. Por isso, sugere-se efetuar pesquisas complementares entre a influência de cada uma das variáveis

mencionadas nesta pesquisa, como clima, pragas, doenças, ciclo produtivo e ciclo financeiro, no endividamento das companhias do agronegócio.

Este estudo procurou ampliar os resultados apresentados no que se refere à estrutura de governança e estrutura de capital, permitindo assim melhor compreensão do mercado financeiro e acionário, em específico sobre o risco no segmento do agronegócio.

Embora o mercado brasileiro do segmento do agronegócio seja constituído basicamente de companhias com níveis elevados de endividamento no período compreendido pelo estudo, poucas investigações foram realizadas sobre este assunto no setor do agronegócio. Por isso, espera-se que novas pesquisas sejam realizadas para validar e complementar os resultados encontrados.

REFERÊNCIAS

- AGRAWAL, A.; NAGARAJAN, N.; J. Corporate capital structure, agency cost, and ownership control: the case of all-equity firms. **Journal of Finance**, New York, v. 45, n. 4, p. 1325-1331, 1990.
- ALLEN, F.; MICHAELY, R. Dividend Policy. Rodney L. **White center for financial research**. Philadelphia: The Wharton School of the University of Pennsylvania, 1994. p. 19-94.
- ALVES, A.; F. A participação da agricultura no crescimento econômico. In: MONTOYA, M. A.; ROSSETO, C. R. (Org.). **Abertura econômica e competitividade no agronegócio brasileiro**. Passo Fundo: UPF, 2002.
- AMIHUD, Y.; LEV, B.; TRAVLOS, N. G. Corporate and the choice of investment financing: the case of corporate acquisitions. **Journal of Finance**, New York, v. 45, n. 2, p. 603-616, Jun.1990.
- ANDRADE, A.; ROSSETI, J. P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. São Paulo: Atlas, 2004.
- BAGNANI; E. S. et al. Managers, owners and the pricing of risky debt: an empirical analysis. **Journal of Finance**, New York, v. 49, p. 453-477, 1994.
- BARCLAY; M.; SMITH JR., J. The capital structure puzzle: another look at the evidence. **Journal of Applied Corporate Finance**, New York, n. 12, p. 8-20, 1999.
- BASTIANI, I. C. R. Estrutura e custo de capital: um estudo sobre a realidade das cooperativas agropecuárias do Paraná. **Caderno de Administração**, Maringá, v. 9, p. 101-130, 2001.
- BECHT, M.; BOEHMER, E. **Transparency of ownership and control in Germany**. 1999. Disponível em: <http://www.ssrn.com/>. Acesso em: 10 maio 2007.
- BECHT, M.; CHAPELLE, A.; RENNEBOOG, L. **Shareholding cascades: the separation of ownership and control in Belgium**. 2000. Disponível em: <http://www.ssrn.com/>. Acesso em: 10 maio 2007.

BERKOVITCH, E.; ISRAEL, R. **The design of internal control and capital structure**. 1998. Disponível em: <http://www.ssrn.com/>. Acesso em: 15 jul. 2007.

BHADURI, S. N.; MAJUMDAR, S. **Corporate debt ownership structure in an emerging economy**: India. 2005. Disponível em: <http://www.ssrn.com/>. Acesso em: 15 jul. 2007.

BIANCHI, M.; BIANCO, M.; ENRIQUES, L. **Pyramidal groups and the separation between ownership and control in Italy**. 2001. Disponível em: <http://www.ssrn.com/>. Acesso em: 10 maio 2007.

BODIE, Z.; MERTON, R. C. **Finanças**. Porto Alegre: Bookman, 1999.

BOUBAKER, S. **On the relationship between ownership-control structure and debt financing: new evidence from France**. 2006. Disponível em: <http://www.ssrn.com/>. Acesso em: 15 jul. 2007.

BRADLEY, M.; JARREL, G. A.; KIM, E. H. On the existence of on optical capital structure: theory and evidence. **Journal of Finance**, New York, v. 39, n. 3, p. 857-878, 1984.

BRAISLSFORD, T. J.; OLIVER, B. R.; PUA, S. L. H. **Theory and evidence on the relationship between ownership structure and capital structure**. Australia: Australian National University, 2000.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. **Princípios de finanças empresariais**. 5. ed. Portugal: McGraw-Hill, 1998.

BRUSLERIE, H. L.; LATROUS JR., I. **Ownership structure and debt leverage: empirical test on french**. 2007. Disponível em: <http://www.ssrn.com/>. Acesso em: 15 jul. 2007.

CALDAS, R. A. **Agronegócio brasileiro: ciência, tecnologia e competitividade**. Brasília: CNPQ, 1998.

CALDEIRA, L.; MATHIAS, A B.; PASIN, R. M. Competitividade financeira do sistema agroindustrial avícola brasileiro. In: ASSEMBLEIA DO CLADEA, 37., 2002, Porto Alegre. **Anais...** Porto alegre: CLADEA, 2002. 1 CD-ROM.

CAMPELO JR, A. As 100 maiores empresas do agribusiness. **Agroanalysis**, Rio de Janeiro, v. 22, n. 8, out. 2002.

CARVALHO, A. G. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 37, n. 3, p. 19-32, jul./set. 2002.

CASELANI, C. N. **Emissão de ações**: fonte de crescimento ou redutora do risco financeiro. 1996. 95 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Escola de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 1996.

CHAN-LAU, J. A. **The impact of corporate governance structures on the agency cost of debt**. 2001. Disponível em: <http://www.ssrn.com/>. Acesso em: 15 jul. 2007.

CHAUVIN, K. W.; HIRSCHHEY, M. **Ownership structure and capital structure**. 1998. Disponível em: <http://www.ssrn.com/>. Acesso em: 15 jun. 2006.

CHEN, Y. M.; JIAN, J. Y. The impact of information disclosure and transparency rankings system (IDTRs) and corporate governance structure on interest cost of debt. 2006. Disponível em: <http://www.ssrn.com/>. Acesso em: 15 jul. 2007.

CICEKSEVER, B.; KALE, J. R.; RYAN JR., H. E. **Corporate governance, debt, and activist institutions**. 2006. Disponível em: <http://www.ssrn.com/>. Acesso em: 15 jul. 2007.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; LANG, L.; **The separation of ownership and control in East Asian corporations**. 1999. Disponível em: <http://www.ssrn.com/>. Acesso em: 10 maio 2007.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; POHL, G.; **Ownership and corporate governance: evidence from the czech republic**. 1997. Disponível em: <http://www.ssrn.com/>. Acesso em: 10 maio 2007.

COPELAND, T. E.; WESTON, J. F. **Financial theory and corporate policy**. 3. ed. Massachusetts: Addison Wesley Publishing Company, 1992.

COUTINHO, L.; FERRAZ, J. C. (Coords.). **Estudo da competitividade da indústria brasileira**. Campinas: Papirus, 1994.

DAVIS, J. H.; SCHOORMAN, F. D.; DONALDSON, L. Toward a stewardship theory of management. **Academy Management Review**, Ohio, v. 22, n. 1, p. 20-47, Jan. 1997.

DEANGELO, H.; DEANGELO, L. Managerial ownership of voting rights: a study of public corporations with dual classes of common stock. **Journal of Financial Economics**, Lausanne, v. 14, n. 1, p. 33-69, Mar. 1985.

DONALDSON, G. G. **Corporate debt capacity**: a study of corporate debt policy and determination of corporate debt capacity. Boston: Harvard Graduate School of Business Administration, 1961.

DROBETZ, W.; PENSA, P.; WANZENRIED, G. **Firm characteristics and dynamic capital structure adjustment**. 2006. Disponível em: <http://www.ssrn.com/>. Acesso em: 15 jul. 2007.

DUTTA, A. S.; COLLINS, M. C.; WANSLEY, J. W. **An analysis of the effects of ownership structure on corporate policy choices**. 1997. Disponível em: <http://www.ssrn.com/>. Acesso em: 15 jun. 2006.

EASTERBROOK, F. H. Two Agency-cost explanations of dividends. **American Economic Review**, Nashville, p. 221-230, Sept. 1984.

EID JR, W. Custo e estrutura de capital: o comportamento das empresas brasileiras. **Revista de Administração de Empresas – RAE**, São Paulo, v. 36, n. 4, p. 51-59, 1996.

ELDOMIATY, T. I. **What about the debt governance structure and stockholders' interests in transition market? Perspectives from egypt**. 2005. Disponível em: <http://www.ssrn.com/>. Acesso em: 15 jul. 2007.

FACCIO, M.; LANG, L.; **The separation of ownership and control an analysis of ultimate ownership in Western European Corporations**. 2000. Disponível em: <http://www.ssrn.com/>. Acesso em: 15 jun. 2006.

FERRAZ, J. C.; KUPFER, D.; HAGUENAUER, L. **Made in Brazil**: desafios competitivos para a indústria. Rio de Janeiro: Campus, 1995.

FRIEND, I.; LANG.; H. P. An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure. **Journal of Finance**, New York, v. 43, p. 271-281, 1988.

FULGHIERI, P.; SUOMINEN, M. J. **Does bad corporate governance lead to too little competition?** 2005. Disponível em: <http://www.ssrn.com/>. Acesso em: 15 jul. 2007.

GARVEY, G. T.; HANKA, G. Capital structure and corporate control: the effect of anti takeover statutes on firm leverage. **Journal of Finance**, New York, v. 54, p. 519-546, 1999.

GARVEY, G. T.; HANKA, G. **The management of corporate capital structure: theory and evidence**. 1997. Disponível em: <http://www.ssrn.com/>. Acesso em: 15 jun. 2006.

GASSON, R. Goals and values of farmers. **Journal of Agricultural Economics**, Inglaterra, v. 24, n. 3, p. 521-537, 1973.

GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**. 7. ed. São Paulo: Habra, 1997.

GOMES, G. L.; LEAL, R. P. C. Determinantes da estrutura de capitais das empresas brasileiras com ações negociáveis em bolsas de valores. In: LEAL, R. P. C; COSTA JR., N. C. A; LENG RUBER, E. F. (Orgs.). **Finanças corporativas**. São Paulo: Atlas, 2001.

HARRIS, M.; RAVIV, A. Corporate control contests and capital structure. **Journal of Financial Economics**, Lausanne, v. 20, p. 55-86, 1988.

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

HEINRICH, R. P. Complementarities in corporate governance: ownership concentration, capital structure, monitoring and pecuniary incentives. **Kiel Working Paper**, Geneva, n. 968, p. 1-29, Feb. 2000.

IBGE. Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. **Dados estatísticos**. Disponível em: <http://www.ibge.org.br>. Acesso em: 20 jun. 2006.

IQUIAPAZA, R.; SOUZA, A. A.; AMARAL, H. F. **Capital structure and financing decisions: new test for pecking order theory**. 2007. Disponível em: <http://www.ssrn.com/>. Acesso em: 15 jul. 2007.

ISRAEL, R. Capital and ownership structures, and the market for corporate control. **The Review of Financial Studies**, Cary, v. 5, n. 2, p. 181-198, 1992.

JANK, M. S.; NASSAR, A. M. Competitividade e globalização. In: ZILBERSTAJN, D.; NEVES, M. F. (Org.). **Economia e gestão dos negócios agroalimentares**. São Paulo: Pioneira, 2000.

JENSEN, G. R.; SOLBERG, D. P.; ZORN, T. S. Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Seattle, v. 27, n. 2, p. 247-263, June 1992.

JENSEN, M. C. Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers. **American Economic Review**, Nashville, v. 76, n. 2, p. 323-329, May 1986.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency cost, and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, Lausanne, v. 3, n. 4, p. 305-360, Oct. 1976.

JIRAPORN, P.; GLEASON, K. C. **Capital structure, shareholder rights, and corporate governance**. 2005. Disponível em: <http://www.ssrn.com/>. Acesso em: 15 jul. 2007.

JIRAPORN, P.; KITSABUNNARAT, P. **Debt maturity structure, shareholder rights, and corporate governance**. 2007. Disponível em <http://www.ssrn.com/>. Acesso em: 15 ago. 2007.

JONG, A.; KABIR, R.; MARRA, T.; RÖELL, A. **Ownership and control in the Netherlands**. 1998. Disponível em: <http://www.ssrn.com/>. Acesso em: 10 maio 2007.

KAHNEMAN, D.; TVERSKI, A. Prospect theory: an analysis of decisions under risk. **Econometrica**, Chicago, v. 47, n. 2, p. 263-291, Mar. 1979.

KAKANI, R. K.; REDDY, V. N. **Econometric analysis of the capital structure determinants**. 1998. Disponível em: <http://www.ssrn.com/>. Acesso em: 15 jul. 2007.

KORAJCZYK, R. A.; LUCAS, D.; McDONALD, R. **Understanding stock price behavior around the time of equity issues**. Chicago: University of Chicago press, 1990.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F. L.; SHLEIFER, A. **Corporate ownership around the world**. 1998. Disponível em: <http://www.ssrn.com/>. Acesso em: 15 jun. 2006.

LA PORTA, R. et al. Agency problems and dividends policies around the world. **Journal of Finance**, New York, v. 55, p. 1-33, Nov. 1997.

LAKATOS, E. M.; MARCONI, M. A. **Fundamentos de metodologia científica**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1991.

LEAL, R. P. C. et al. Estrutura de controle e valor de mercado das empresas brasileiras. In: ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 24., 2000, Florianópolis. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2000.1 CD-ROM.

LEAL, R. P. C.; COSTA JR, N. C. A.; LENGROBER, E. F. (Org.). **Finanças corporativas**. São Paulo: Atlas, 2001.

LI, K.; YUE, H.; ZHAO, L. **Ownership, institutions, and capital structure**: evidence from China. 2007. Disponível em: <http://www.ssrn.com/>. Acesso em: 03 dez. 2007.

LIAN, Y. **The dynamic adjustment of firms' capital structure in China**. 2004. Disponível em: <http://www.ssrn.com/>. Acesso em: 15 jul. 2006.

LODI, J. B. **Governança corporativa**: o governo da empresa e o conselho de administração. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

LOUGHRAN, T.; RITTER, J. R. The operating performance of firms conducting seasoned equity offerings. **Journal of Finance**, New York, v. 52, n. 5, p. 1823-1850, Dec. 1997.

MAHAGAONKAR, P.; NARAYANAN, K. **Capital structure dynamics**: are young and small firms different? 2005. Disponível em: <http://www.ssrn.com/>. Acesso em: 15 jul. 2006.

MARCHICA, M. T. **On the relevance of ownership structure in determining the maturity of debt**. 2007. Disponível em: <http://www.ssrn.com/>. Acesso em: 03 dez. 2007.

MIGUEL, A.; PINDADO, J.; TORRE, C. **Ownership structure and firm value**: new evidence from the Spanish corporate governance system. 2003. Disponível em: <http://www.ssrn.com/>. Acesso em: 10 maio 2006.

MITCHELL, R. K.; AGLE, B. R.; WOOD, D. J. Toward a theory of stakeholder identification and salience: Defining the principle of who and what really counts. **Academy of Management Review**, Mississippi, v. 22, p. 853-886, 1997.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. **American Economic Review**, Nashville, p.433-443, June, 1964.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **American Economic Review**, Nashville, v. 53, p.261-297, June 1958.

MOHD'D, M. A.; PERRY, L. G.; RIMBEY, J. N. The impact of ownership structure on corporate debt policy: a time-series cross-sectional analysis. **The Financial Review**, Buffalo, v. 33, p. 85-98, 1998.

MONKS, R. A. G. **The new global investors**. Oxford: Capstone, 2001.

MONTOYA, M. A.; ROSSETO, C. R. (Org). **Abertura econômica e competitividade no agronegócio brasileiro**. Passo Fundo: UPF, 2002.

MORELLEC, E.; WANG, N. **Capital structure, investment, and private benefits of control**. 2004. Disponível em: <http://www.ssrn.com/>. Acesso em: 15 jul. 2006.

MOTTA, P. R. **Gestão contemporânea: a ciência e a arte de ser dirigente**. 9. ed. Rio de Janeiro: Record, 1998.

MUKHERJEE, T. K.; HINGORANI, V. L. Capital-rationing decisions of fortune 500 firms: a survey. **Financial Practice and Education**, Tampa, v. 9, n. 1, p. 7-15, 1999.

MÜLLER, E. **Benefits of control, capital structure and company growth**. 2005. Disponível em: <http://www.ssrn.com/>. Acesso em: 15 jul. 2006.

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Finance Economics**, Cambridge, n. 13, p. 187-221, 1984.

NIELSEN, A. E. B. **Corporate governance, capital structure choice and equity prices**. 2006. Disponível em: <http://www.ssrn.com/>. Acesso em: 15 jul. 2006.

NISKANEN, M.; KAIKKONEN, V.; NISKANEN, J. **The debt agency costs of family ownership: firm level evidence on small and micro firms**. 2007. Disponível em: <http://www.ssrn.com/>. Acesso em: 03 out. 2007.

NOVAES, W.; ZINGALES, L. **Capital structure choice when managers are in control: entrenchment versus efficiency**. 1995. Disponível em: <http://www.ssrn.com/>. Acesso em: 03 out. 2007.

OLIVEIRA, M. D. **Introdução ao mercado de ações**. Rio de Janeiro: CNBV, 1991.

PADOVEZE, C. L. **Controladoria estratégica e operacional**: conceitos, estrutura, aplicação. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2003.

PARRÉ, J. L.; ALVES, A. F.; PEREIRA, M. F. Desempenho do setor agroindustrial da região sul do Brasil. In: MONTOYA, M. A.; ROSSETO, C. R. (Org). **Abertura econômica e competitividade no agronegócio brasileiro**. Passo Fundo: UPF, 2002.

PINAZZA, L. A.; ALIMANDRO, R. **Reestruturação no agribusiness brasileiro**: o agronegócio no terceiro milênio. Rio de Janeiro: Associação Brasileira de Agribusiness, 1999.

PINDADO, J.; TORRE, C. L. **A complementary approach to the financial and strategy views of capital structure**: theory and evidence from the ownership structure. 2005. Disponível em: <http://www.ssrn.com/>. Acesso em: 15 jul. 2006.

PIOT, C.; MISSIONIER-PIERA, F. **Corporate governance, audit quality and the cost of debt financing of french listed companies**. 2007. Disponível em: <http://www.ssrn.com/>. Acesso em: 15 jul. 2007.

PROCIANOY, J. L. CASELANI, C. N. A Emissão de ações como fonte de crescimento ou como fator de redução do risco financeiro: resultados empíricos. **Revista de Administração da USP**, São Paulo, v. 32, n. 3; p. 70-81, jul./set. 1997.

PROCIANOY, J. L. O processo sucessório e a abertura de capital nas empresas brasileiras: objetivos conflitantes. **Revista de Administração de Empresas – RAE**, São Paulo, v. 34, n. 4, p. 74-84, 1994.

PROCIANOY, J. L.; KRAEMER, R. Estrutura de capital: um enfoque sobre a capacidade máxima de utilização de recursos de terceiros das empresas negociadas na bolsa de valores de São Paulo, In: LEAL, R. P. C.; COSTA JR, N. C. A.; LENGGRUBER, E. F. (Org.). **Finanças corporativas**. São Paulo: Atlas, 2001. p. 58-77.

PROCIANOY, J. L.; SCHNORRENBERGER, A. A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**, v. 58, n. 1, p. 122-146, jan./mar. 2004.

RAJAN, R. G.; ZINGALES, L. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. **Journal of Finance**, New York, v. 50, n. 5, p. 1421-1460, Dec. 1995.

ROBERTS, M. R.; SUFI, A. **Control rights and capital structure: an empirical investigation**. 2007. Disponível em: <http://www.ssrn.com/>. Acesso em: 03 dez. 2007.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração financeira corporate finance**. São Paulo: Atlas, 1995.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R.; JORDAN, B. D. **Princípios de administração financeira**. São Paulo: Atlas, 1997.

RUDGE, L. F.; CAVALCANTE, F. **Mercado de capitais**. 4. ed. Belo Horizonte: CNBV, 1998.

SCHNORRENBERGER, A. **A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras**. 2002. 127 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Escola de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2002.

SHLEIFER, A.; WOLFENZON, D. Investor protection and equity markets. **National Bureau of Economic Research**, Cambridge, n. 7974, 2000.

SOARES, K.; PROCIANOY, J. L. O perfil de endividamento das empresas negociadas na bolsa de valores de São Paulo após o plano real. In: ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 24., 2000, Florianópolis. **Anais...** Florianópolis: ANPAD, 2000. 1 CD-ROM.

SOUZA, R. M. S. Determinantes da competitividade da indústria de confecções do estado do Rio Grande do Norte. In: MONTOYA, M. A.; ROSSETO, C. R. (Org.). **Abertura econômica e competitividade no agronegócio brasileiro**. Passo Fundo: UPF, 2002.

STAPLEDON, G.; LECTURER, S. **Share ownership and control in listed Australian companies**. 1999. Disponível em: <http://www.ssrn.com/>. Acesso em: 10 maio 2007.

STULZ, R. M. Managerial control of voting rights. **Journal of Financial Economics**, Lausanne, v. 20, p. 25-54, 1988.

STULZ, R. M. Managerial discretion and optimal financing policies. **Journal of Financial Economics**, Lausanne, v. 26, p. 3-27, 1990.

VALADARES, S. M.; LEAL, R. P. C. **Ownership and control structure of brazilian companies**. 2000. Disponível em: <http://www.ssrn.com/>. Acesso em: 15 jun. 2006.

VERGARA, S. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2005.

XU, X.; WANG, Y. **Ownership structure, corporate governance, and corporate performace**: the case of chinese stock companies. 1997. Disponível em: <http://www.ssrn.com/>. Acesso em: 10 maio 2007.

ZILBERSTAJN, D.; NEVES, M. F. (Org.). **Economia e gestão dos negócios agroalimentares**. São Paulo: Pioneira, 2000.

ANEXO A- RELAÇÃO DOS DEMAIS SETORES

Autopeças
Brinquedos
Cimento
Comércio
Construtoras
Eleto-Eletrônicos
Eletrodomésticos
Energia
Indústria Mecânica
Material de Transporte
Metalurgia
Minerais Não Metálicos
Mineração
Petroquímica
Petróleo
Química
Siderurgia
Telecomunicações
Transporte Aéreo
Outros