

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

HENRIQUE CASTRO MARTINS

A INTERDEPENDÊNCIA ENTRE OS CONFLITOS DE AGÊNCIA

Porto Alegre

2016

HENRIQUE CASTRO MARTINS

A INTERDEPENDÊNCIA ENTRE OS CONFLITOS DE AGÊNCIA

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

Orientador: Prof. Dr. Guilherme Kirch

Porto Alegre

2016

CIP - Catalogação na Publicação

Castro Martins, Henrique

A interdependência entre os conflitos de agência
/ Henrique Castro Martins. -- 2016.
158 f.

Orientador: Guilherme Kirch.

Tese (Doutorado) -- Universidade Federal do Rio
Grande do Sul, Escola de Administração, Programa de
Pós-Graduação em Administração, Porto Alegre, BR-RS,
2016.

1. Conflitos de agência. 2. Governança
Corporativa. 3. Teoria da Agência . 4. Proteção ao
investidor. I. Kirch, Guilherme, orient. II. Título.

RESUMO

O objetivo da presente pesquisa é examinar qual a associação entre quatro diferentes tipos de conflitos de agência previamente estudados pela literatura de governança: entrincheiramento do gestor, consumo de perquisites, decisões de liquidez e tomada de risco. Para tanto, inicialmente detalharam-se a origem e as diferenças entre esses quatro conflitos estudados. A seguir, fez-se a revisão de diferentes mecanismos de governança corporativa potencialmente capazes de mitigar esses conflitos. Também se identificaram, ao nível do país, índices de proteção à riqueza e aos direitos dos investidores—acionistas e credores—que a literatura anterior comumente sugere serem capazes de mitigar esses conflitos. Ao todo, foram analisadas 7.994 firmas de 35 países entre os anos 2010 e 2013 (aproximadamente, 22.000 observações-ano). Ao longo do trabalho, cinco diferentes hipóteses de pesquisa foram discutidas e testadas. Resumidamente, encontraram-se evidências consistentes de que gestores entrincheirados mantêm maiores níveis de liquidez e que maiores níveis de liquidez estão associados com maior consumo de perquisites. Há evidências também de que o entrincheiramento do gestor, via alta concentração de propriedade acionária e via participação no conselho de administração, altera suas preferências de consumo de perquisites e de risco. Em geral, essa tese sugere que os conflitos de agência estão associados e que, especialmente, o entrincheiramento do gestor altera suas preferências em relação aos três outros conflitos.

Palavras-Chave: Conflitos de Agência; Governança Corporativa; Proteção aos acionistas; Proteção aos credores.

ABSTRACT

The purpose of this research is to investigate what is the association between four agency conflicts that are studied by previous corporate governance literature: managerial entrenchment, perquisites consumption, cash holdings and risk-taking. Initially, I detail the source and differences between these agency conflicts. Then, I discuss different types of governance mechanisms that are potential candidates to mitigate these conflicts. Furthermore, I collect and discuss country-level investor protection indices that relate to the protection of shareholders' and the creditors' rights, and that help to mitigate these conflicts. The final sample contains 7.994 firms from 35 countries analyzed from 2010 until 2013 (almost 22.000 year-observations). I discuss and empirically test five hypothesis. In a nutshell, there is consistent evidence that entrenched managers choose higher levels of cash holdings, and that cash holdings are positively associated with perquisites consumption. There is also evidence that managerial entrenchment, either via high managerial ownership concentration or via CEO duality, changes managers' preferences over the consumption of perquisites and risk-taking. In general, this thesis suggests that different agency conflicts are associated and that entrenchment affects managerial preferences over the three remaining conflicts.

Keywords: Agency Conflicts; Corporate Governance; Shareholders Protection; Creditors' Rights.

LISTA DE TABELAS

3.1	Número de observações da amostra final (por país e ano)	67
3.2	Valor médio das variáveis associadas aos Conflito de Agência	70
3.3	Valor médio das variáveis de Governança	77
3.4	Valor médio das variáveis de Controle	79
4.1	Resultados da estimação da relação entre Perquisites e Entrincheiramento	91
4.2	Resultados da estimação da relação entre Liquidez e Entrincheiramento	97
4.3	Resultados da estimação da relação entre Risk-taking e Entrincheiramento	103
4.4	Resultados da estimação da relação entre Perquisites e Risk-taking . . .	108
4.5	Resultados da estimação da relação entre Perquisites e Liquidez	111

SUMÁRIO

1	Introdução	7
1.1	Problema de Pesquisa	9
1.2	Objetivos	11
1.2.1	Objetivo geral	11
1.2.2	Objetivos específicos	11
1.3	Justificativa	11
2	Governança Corporativa	14
2.1	As origens da Governança Corporativa	14
2.2	Conflitos de Agência	15
2.2.1	<i>Entrenchment</i>	16
2.2.2	<i>Perquisites</i>	19
2.2.3	Liquidez	26
2.2.4	<i>Risk-Taking</i>	29
2.2.5	Evidências empíricas sobre a relação entre diferentes conflitos .	36
2.3	Mecanismos de Governança	38
2.3.1	Estrutura de Propriedade	39
2.3.2	Conselho de Administração	44
2.3.3	Estrutura de Capital	47
2.4	Proteção aos Investidores	50
2.4.1	Proteção aos Investidores & Conflitos de Agência	51
3	Método de Pesquisa	60
3.1	Hipóteses de Pesquisa	60
3.2	Coleta, Amostra, e Tratamento dos Dados	65
3.2.1	Descrição das variáveis	68
3.3	Processo de Estimação e Modelo Empírico	81
4	Resultados	91
4.1	Perquisites	91

4.2	Liquidez	97
4.3	Risk-taking	103
4.4	Risk-taking & Perquisites	107
4.5	Liquidez & Perquisites	110
5	Discussão & Considerações finais	113

1 Introdução

Para Shleifer e Vishny (1997), a Governança Corporativa trata de assegurar que qualquer fornecedor de capital (acionista ou credor) obtenha o retorno esperado do seu investimento. Em essência, qualquer fornecedor de capital gostaria que o processo decisório interno da firma fosse feito com o objetivo de maximizar o valor esperado dos projetos de investimento executados pela firma. Em um cenário em que as preferências dos gestores e investidores estão alinhados, as decisões feitas na firma objetivariam a maximização do valor dos projetos executados o que aproximaria seu retorno efetivo ao retorno inicialmente esperado pelos investidores. Em outras palavras, na hipótese de ausência de divergências entre os interesses dos gestores e dos investidores, a Governança Corporativa, sob a perspectiva de Shleifer e Vishny (1997), não seria necessária (Hart, 1995).

No entanto, a conhecida separação de controle (gestores) e capital (investidores) nas firmas, descrita inicialmente por Berle e Means (1932) e mais recentemente por Jensen e Meckling (1976), leva ao também conhecido conflito de interesses entre agente e principal. De forma seminal, esses autores chamaram a atenção para um possível cenário em que os agentes, com o objetivo de maximizar sua utilidade, tomam decisões que não necessariamente maximizam o valor da firma. Em geral, após o trabalho de Jensen e Meckling (1976), percebeu-se que as preferências dos gestores são talvez os fatores mais importantes dos processos decisórios que ocorrem dentro das firmas (Rediker e Seth, 1995, Brailsford, Oliver e Pua, 2002, Douglas, 2009). Sobretudo, esses trabalhos sugerem que as preferências dos gestores são consideravelmente diferentes das dos investidores, o que implica a necessidade da Governança Corporativa da forma que Shleifer e Vishny (1997) descrevem.

Segundo a Teoria da Agência (Jensen e Meckling, 1976, Myers, 1977, Barnea, Haugen e Senbet, 1980, Jensen, 1986) e, mais recentemente, de acordo com La Porta, Lopez-de Silanes, Shleifer e Vishny (1998), os conflitos de agência podem se manifestar entre esses três atores principais: 1) Acionistas e Gestores (Jensen e Meckling, 1976, Myers, 1977, Easterbrook, 1984, Shleifer e Vishny, 1989, Harris e Raviv, 1990, Berger, Ofek e Yermack, 1997); 2) Acionistas e Credores (Jensen e Meckling, 1976,

Barnea et al., 1980, Myers, 1977, Datta, Iskandar-Datta e Raman, 2005); e, 3) entre Acionistas Majoritários e Acionistas Minoritários (La Porta et al., 1998, Djankov, La Porta, Lopez-De-Silanes e Shleifer, 2003, Young, Peng, Ahlstrom, Bruton e Jiang, 2008).

Essa literatura aponta diversos tipos de conflitos entre essas partes. Por exemplo, um dos principais conflitos entre gestor e acionistas ocorre quando o gestor se entrincheira no comando da firma, ainda que os acionistas desejem sua substituição. Quando isso acontece, Stulz (1988) demonstra teoricamente que o valor de mercado da firma deve diminuir e Shleifer e Vishny (1989) demonstram que, dependendo do conjunto de investimentos executados na firma, o custo para os acionistas de substituir esse gestor é maior que o benefício proporcionado pela sua substituição. Outro exemplo, gestores podem aumentar seu consumo de perquisites, sem o conhecimento ou consentimento dos acionistas, ainda que essa decisão implique em menor valor de mercado da firma (Jensen e Meckling, 1976). Ainda outro exemplo, gestores podem manter níveis de liquidez acima do desejado pelos acionistas a fim de financiar investimentos com alta utilidade individual, porém baixa utilidade para os acionistas (Jensen, 1986, Opler, Pinkowitz, Stulz e Williamson, 1999); ou, alternativamente, podem manter níveis de liquidez abaixo do inicialmente desejado ou acordado com os credores (Elyasiani e Zhang, 2015). Interpretação semelhante pode ser feita em relação às decisões de investimento com risco. Decisões de investimentos com baixo risco podem levar a conflitos com os acionistas (John, Litov e Yeung, 2008, Faccio, Marchica e Mura, 2011), porém decisões de investimento com risco elevado podem levar a conflitos com os credores (Jensen e Meckling, 1976).

Além da existência desses conflitos de forma individual, recentemente parte da literatura relacionada tem sugerido que pode existir uma associação entre conflitos. Por exemplo, em trabalho teórico, Douglas (2009) sugere que o incentivo e a capacidade de perseguir suas preferências individuais depende da influência na firma de cada agente, seja gestor, acionista ou credor. Conforme as preferências se alinham ou se afastam em decorrência da presença ou ausência de um determinado mecanismo de governança, Douglas (2009) sugere que a magnitude dos conflitos de interesses dessas partes se altera e, por consequência, os conflitos de agência também se alteram. Essa possível determinação conjunta dos conflitos cria as condições a partir das quais pode

existir inter-relação entre eles. Nesse cenário, avaliar essa potencial inter-relação entre diferentes tipos ou manifestações de conflitos de agência enfrentados pelas firmas é fundamental para entender mais detalhadamente, em particular, os processos decisórios das firmas, e, em geral, a efetividade e as implicações da Governança Corporativa. Essa pesquisa tem, então, como alicerce esses trabalhos mencionados e suas teorias e tratará de investigar empiricamente possíveis relações de interdependência de conflitos de agência em uma amostra internacional de firmas.

1.1 Problema de Pesquisa

Aguilera, Desender e Kabbach-Castro (2012) argumentam que pode haver diversas combinações de mecanismos de Governança em nível de firma que levam a uma efetiva Governança Corporativa. Já Rediker e Seth (1995) afirmam que o desempenho da firma depende de um pacote desses mecanismos ao invés da efetividade de apenas um, ao passo que Ward, Brown e Rodriguez (2009) sugerem que há um efeito de substituição e/ou complementaridade entre esses mecanismos. Aguilera et al. (2012) afirmam que dois mecanismos são substitutos quando o aumento de um substitui outro sem, no entanto, alterar a funcionalidade do sistema. Por sua vez, dois mecanismos são complementares quando a utilização de um aumenta a efetividade marginal do outro e vice-versa. Por exemplo, Ward et al. (2009) analiticamente sugerem que um mecanismo que aumenta o monitoramento do gestor (por exemplo, endividamento) pode ser substituído por outro que alinha seus objetivos aos dos acionistas (por exemplo, remuneração baseada em desempenho da firma). Ademais, já em La Porta et al. (1998) tem-se a sugestão de que a qualidade da proteção ao investidor complementa e/ou substitui os mecanismos de governança no nível da firma. Em geral, grande parte da literatura recente de Governança acessa essas relações e investiga como elas influenciam o desempenho das firmas (Schiehll, Ahmadjian e Filatotchev, 2014).

Para Douglas (2009), no entanto, apesar de haver diversos trabalhos que avaliem diferentes manifestações desses conflitos de agência de forma isolada e suas associações com mecanismos de governança, pouca atenção se dá à potencial interação entre os conflitos. Partindo da premissa que as três partes (acionistas, gestores e credores) interferem nas decisões da firma e que seus interesses ora podem convergir, ora podem

divergir, Douglas (2009) avalia que a influência de cada parte dentro da firma pode fazer com que seus interesses particulares se sobressaiam aos demais. Conseqüentemente, segundo a intuição desse autor, o equilíbrio nas decisões da firma depende da influência de cada parte. Isso sugere que diferentes manifestações de conflitos de agência podem ser interdependentes.

Por exemplo, Stulz (1988) e Shleifer e Vishny (1989) introduzem o conflito de agência do entrincheiramento do gestor e discutem situações em que o gestor se entrincheira no comando da firma. Jensen e Meckling (1976), por sua vez, discutem outra manifestação de conflitos de agência, o consumo de perquisites, e sugerem que esse problema origina principalmente da separação entre propriedade e controle das firmas. Contudo, observa-se que pouca atenção tem se dado à possível associação entre entrincheiramento e consumo de perquisites pelo gestor. Nesse caso específico, questiona-se: o entrincheiramento do gestor no comando da firma o leva a consumir mais perquisites ou menos perquisites? Outro exemplo, Opler et al. (1999) discutem os principais determinantes das decisões de liquidez das firmas. Contudo, eles não investigam se as decisões de liquidez estão, de alguma forma, associadas ao consumo de perquisites. Por exemplo, poderia-se argumentar que gestores aumentam a liquidez da firma para facilitar o consumo futuro de perquisites. Alternativamente, é possível argumentar que os gestores que mantêm liquidez baixa são justamente aqueles que consomem mais perquisites. Em qualquer desses casos, analisar a associação entre liquidez e perquisites é importante para aqueles que querem compreender a associação entre conflitos de agência.

Tomando esse cenário: 1) há um conjunto de mecanismos potencialmente capazes de mitigar os conflitos de agência; 2) as firmas podem escolher diversas combinações desses mecanismos e, ainda assim, obter o mesmo resultado em termos de valor de mercado (ou performance); 3) parece haver a possibilidade de inter-relação entre os conflitos de agência. Entender a interdependência entre tipos diferentes de conflitos de agência é, portanto, fundamental para o entendimento dos resultados e para a compreensão das conseqüências das boas práticas de Governança Corporativa.

Dado o exposto, o presente trabalho é motivado pela seguinte questão de pesquisa: *qual a relação entre conflitos de agência?*

1.2 Objetivos

Apresentam-se abaixo os objetivos geral e específicos dessa pesquisa.

1.2.1 Objetivo geral

Investigar qual a associação existente entre os quatro conflitos de agência, a seguir: Enrincheiramento do gestor, consumo de perquisites, decisões de liquidez e tomada de risco.

1.2.2 Objetivos específicos

- Descrever em detalhes os quatro tipos de conflito de agência estudados, e suas possíveis associações teóricas;
- Compreender os diferentes mecanismos de governança da firma, os fatores, em nível de país, que asseguram proteção à riqueza dos investidores (acionistas e credores), e suas associações com os conflitos de agência;
- Verificar se há relação empírica entre os conflitos de agência.

1.3 Justificativa

A presente pesquisa é oportuna devido principalmente às seguintes contribuições. Inicialmente, a investigação da possível interdependência dos conflitos de agência detalhados e do possível efeito de substituição e/ou complementariedade entre eles é relevante para a tomada de decisões financeiras das firmas. Apesar de a literatura empírica extensivamente apresentar possíveis consequências dos conflitos de agência de forma isolada (Ang, Cole e Lin, 2000, Singh e Davidson III, 2003, Anderson, Mansi e Reeb, 2003, Sánchez-Ballesta e García-Meca, 2011, Boubakri e Ghouma, 2010, Huyghebaert e Wang, 2012, Renders e Gaeremynck, 2012), pouca atenção se dá às suas potenciais interações (Douglas, 2009). O presente trabalho reconhece e detalha quatro diferentes tipos ou origens de conflitos de agência previamente estudados pela literatura: entrincheiramento do gestor, consumo de perquisites, decisões de liquidez e tomada de risco; e também possíveis associações desses conflitos com mecanismos de gover-

nança, no nível da firma, e com o nível de proteção aos investidores, em nível de país. Além disso, o presente trabalho discute e investiga a possibilidade de associação entre esses conflitos e não apenas sua associação com os mecanismos. Conforme cita Douglas (2009), o entendimento da simultaneidade dos conflitos de agência facilita a compreensão das implicações empíricas entre as decisões de investimento, políticas financeiras, valor da firma e formulação dos contratos entre as diferentes partes relacionadas à firma.

Outro ponto importante que diferencia essa pesquisa dos trabalhos anteriores é a separação entre medidas de conflitos de agência e dos mecanismos de governança. Trabalhos como Florackis e Ozkan (2009), Shuto e Kitagawa (2011) e Sheu e Lee (2012), por exemplo, medem conflitos de agência indiretamente pela presença ou ausência de mecanismos de governança. Nesses trabalhos, os autores combinam variáveis de governança e utilizam essa combinação como variável que representa os conflitos. Nessa pesquisa, no entanto, recorreu-se a trabalhos tais como Opler et al. (1999) e Ang et al. (2000) em busca de medidas de conflitos que pudessem ser mensuradas de forma alheia aos mecanismos. Esse aspecto, em particular, tem a vantagem principal de objetivamente separar esses conjuntos de variáveis e empiricamente testar se a ausência ou presença de mecanismos de governança leva a diferentes níveis de conflitos de agência, tal qual esses trabalhos citados pressupõem. Nesse ponto, espera-se que essa pesquisa contribua para a corrente de literatura que estuda formas de mitigação de conflitos de agência.

Além disso, essa pesquisa se valeu de uma abrangente amostra internacional de firmas. Aproximadamente, 8.000 firmas de 35 países foram estudadas entre 2010 e 2013. O método de estimação escolhido foi o GMM-Sys, que permitiu controlar possíveis relações endógenas entre a estrutura de propriedade das firmas e os conflitos de agência. Ao se comparar com pesquisas relacionadas, essa pesquisa se sobressai pela abrangência dos dados e da amostra. Em particular, os dados de estrutura de propriedade acionária compreenderam variáveis que permitiram mensurar os direitos de controle e os direitos a fluxos de caixa do acionista controlador, o que está em linha com os trabalhos mais recentes da literatura de estrutura de propriedade e controle, tais como Aslan e Kumar (2012, 2014).

Finalmente, pelo fato de a amostra utilizada compreender 35 dos países estudados

por La Porta et al. (1998), foi possível construir fatores que mensuram a proteção aos direitos dos acionistas e dos credores utilizando os dados seminais criados por esses autores, mas também dados mais recentes tais como os de Spamann (2010) e os de Guillén e Capron (2015). Nesse ponto em especial, essa pesquisa também se diferencia das relacionadas por tratar a proteção aos acionistas de forma separada da proteção aos credores. Em virtude dessa separação, é possível compreender em mais detalhes as nuances da proteção a essas duas classes de investidores que afetam as decisões corporativas. É notável que esse tema, em especial, tem recebido considerável atenção em pesquisas recentes, tal como pode ser visto em Schiehl et al. (2014), Aguilera, Desender, Bednar e Lee (2015) e em Schiehl e Martins (2016). Espera-se que a construção dos fatores elaborada nessa tese possa contribuir particularmente para essa corrente de literatura de governança corporativa.

2 Governança Corporativa

Este capítulo apresenta uma discussão acerca da Governança Corporativa. Inicialmente, apresenta-se a origem dos conflitos de agência baseados no artigo seminal de Jensen e Meckling (1976). Em seguida, apresenta-se a revisão teórica e discussão de diferentes tipos de conflitos citados recorrentemente na literatura. A seguir, apresentam-se mecanismos de governança capazes de mitigar tais conflitos. Por fim, apresentam-se possíveis relações entre os conflitos e mecanismos discutidos. Ao longo das seções, evidências empíricas também são oportunamente apresentadas.

2.1 As origens da Governança Corporativa

Pode-se dizer que não há uma definição consensual para Governança Corporativa. Além da relação que Shleifer e Vishny (1997) fazem entre Governança e a expectativa de retorno dos investidores, Hart (1995, p. 680) afirma que Governança aloca “*residual rights of control over the firm’s nonhuman assets*”. Aguilera, Filatotchev, Gospel e Jackson (2008), por sua vez, enfatizam que a maior parte das pesquisas de Governança utiliza fundamentalmente a Teoria da Agência (Jensen e Meckling, 1976, Myers, 1977, Barnea et al., 1980, Jensen, 1986). A mesma visão foi recentemente reforçada por Love (2010) e Renders e Gaeremynck (2012), que veem a Governança como solução aos conflitos de agência.

Antes de prosseguir, é necessário diferenciar a utilização dos termos “Custo de Agência” e “Conflito de Agência”. Diversos autores (por exemplo, Ang, Cole e Lin, 2000) utilizam os dois termos como sinônimos. Para a presente pesquisa, no entanto, é importante que se faça uma distinção entre esses termos. Acredita-se que o termo “Custo de Agência” é melhor empregado para definir perdas financeiras futuras nos fluxos de caixa da firma decorrentes dos conflitos de agência e, conseqüentemente, perdas em valor da firma. Exemplos de estudos que empiricamente analisam o “Custo de Agência” são McConnell e Servaes (1990, 1995), Boubakri e Ghouma (2010), Sánchez-Ballesta e García-Meca (2011), Renders e Gaeremynck (2012) e Aslan e Kumar (2014). Em todos esses casos, a variável dependente é o valor da firma e/ ou o custo do endi-

vidamento. No modelo de Jensen e Meckling (1976, p. 308), por exemplo, percebe-se objetivamente que o termo “Custo de Agência” representa o somatório de 1) despesas de monitoramento incorridos pelo principal; 2) despesas de *bonding* incorridos pelo agente, e 3) perdas residuais. Logo, o resultado do problema acarreta objetivamente em custos financeiros, ou “Custos de agência”.

Por sua vez, o termo “Conflito de Agência” refere-se ao “comportamento dos gestores e/ou acionistas na busca da maximização de sua utilidade particular”. Nas palavras de Jensen e Meckling (1976, p. 313): “*We shall continue to characterize the agency conflict between the owner-manager and outside shareholders as deriving from the manager’s tendency to appropriate perquisites out of the firm’s resources for his own consumption*”. Os problemas relatados a seguir são “Conflitos de Agência”. Tais conflitos, potencialmente, acarretam perdas financeiras para a firma (i.e., “Custos de agência”), porém, não representam a perda financeira de forma objetiva. Exemplos de estudos que empiricamente analisam “Conflito de Agência” são Fleming, Heaney e McCosker (2005), Florackis (2008), Singh e Davidson III (2003), McKnight e Weir (2009) e Shuto e Kitagawa (2011).

2.2 Conflitos de Agência

De modo geral, os acionistas (principal) de qualquer firma desejam que seus gestores (agente) tomem decisões financeiras que maximizem o valor da firma. Contudo, as preferências dos gestores são também *inputs* dos processos de decisão das firmas (Jensen e Meckling, 1976, Brailsford et al., 2002). Jensen e Meckling (1976) argumentam que, caso sejam maximizadores de utilidade, os gestores não necessariamente tomarão decisões de acordo com os melhores interesses e preferências dos investidores, i.e., *firm-value maximization*; e sim de acordo com seus próprios interesses e preferências, i.e. *self-value-maximization*. Resumidamente, os autores afirmam que a separação entre a propriedade da firma e seu controle pode originar conflitos de interesses entre os acionistas (principal) e os gestores (agentes).

Discutem-se individualmente a seguir, os conflitos mais citados na literatura. São eles: *Entrincheiramento*, *Perquisites*, decisões de *Liquidez* e decisões de *Risco* (*Risk-taking*).

2.2.1 *Entrenchment*

Um dos conflitos de agência mais relevantes para a firma é comumente chamado de entrenchamento do gestor. Gestores entrenchados são dificilmente desligados do controle da empresa, ainda que seu desligamento aumente a riqueza dos acionistas (Stulz, 1988, Shleifer e Vishny, 1989). A literatura prévia indica que há três formas principais de os gestores se entrencharem no controle da firma. A primeira se dá via investimentos que aumentam o valor do gestor para a firma. O principal estudo desse grupo é Shleifer e Vishny (1989). A segunda forma é através do percentual de ações com direito a voto que o gestor mantém em sua carteira particular. Dentre os estudos que sugerem tal situação, destaca-se Stulz (1988). Por fim, características pessoais, tais como idade, reputação, status e tempo no cargo podem também dificultar o desligamento do gestor de sua função na firma. Destaca-se nesse grupo o trabalho de Morck, Shleifer e Vishny (1988) mas também Lewellyn e Muller-Kahle (2012). Esses trabalhos serão brevemente descritos a seguir.

Shleifer e Vishny (1989) apresentam um modelo que caracteriza entrenchamento como resultado de decisões de investimento. Para os autores, o gestor da firma pode investir seus recursos em ativos que têm maior valor de mercado sob seu controle que sob o controle de gestores alternativos. Shleifer e Vishny (1989) chamam tais investimentos de *manager-specific investments*. Quatro premissas são importantes em seu modelo: (1) esses investimentos são irreversíveis, (2) o gestor atual é mais qualificado para gerir esses investimentos que qualquer gestor alternativo, (3) a compensação dos gestores é uma função da sua habilidade de gerir os investimentos atuais da firma, e (4) a negociação acerca da compensação do gestor é feita após os investimentos terem sido executados e os ativos fisicamente alocados. Shleifer e Vishny (1989) afirmam que os gestores irão preferir esses investimentos mesmo que não maximizem a riqueza dos acionistas. A razão é que tais investimentos maximizam a riqueza do gestor na medida em que aumentam seu valor para a firma e inviabilizam seu desligamento. Após os investimentos estarem efetivados, os acionistas podem perceber que existem investimentos alternativos com melhores retornos. No entanto, as premissas (1) e (2) fazem que o investimento executado, que é irreversível, tenha maior valor sob controle do gestor atual que sob gestores alternativos. Conseqüentemente, os acionistas preferem

manter o gestor atual no cargo ainda que o valor da firma não seja maximizado.

Stulz (1988) apresenta um modelo que associa a propriedade acionária do gestor e o prêmio pelo controle da firma (*takeover premium*). No seu modelo, gestores têm $\alpha\%$ ações com direito a voto e se opõem a tentativas de *takeover*, pois, se a tentativa é bem sucedida, perdem seu controle sobre a firma. Supondo-se que o percentual α é baixo, os compradores precisarão pagar um prêmio P para convencer os acionistas-externos a vender a firma e, assim, assumir seu controle. Se α aumentar, os compradores precisarão convencer um percentual maior de acionistas-externos para que a oferta seja aceita, o que leva ao aumento do prêmio pelo controle P .¹ Quando α é alto, o prêmio P se torna também alto, o que diminui o valor presente do *takeover*. Assim, com alto α , haverá menos compradores no mercado (menor demanda pelo controle da firma) e menor probabilidade de ofertas. Se α e P são suficientemente altos, não haverá ofertas pelo controle da firma e os gestores manterão sua posição de controle ainda que a troca de controle aumente o valor da firma. O resultado é a perda do valor *ex ante* da firma derivado do prêmio de *takeover*. Dessa forma, o *rationale* de Stulz (1988) sugere que altos níveis de propriedade do gestor inviabilizam a troca de controle da firma, o que diminui a efetividade do mercado do controle corporativo (tradução livre para *market for corporate control*) e diminui o valor da firma. Ademais, possibilita a manutenção do gestor no controle da firma, ainda que a troca de controle seja preferível.

Finalmente, Morck et al. (1988) afirmam que características pessoais dos gestores como reputação, status, idade e tempo no cargo também facilitam seu entrenchamento. Eles argumentam que tais características aumentam sua capacidade de interferir no controle da empresa e dificultam seu desligamento do cargo. Por sua vez, Lewellyn e Muller-Kahle (2012) afirmam que a capacidade de o gestor exercer sua vontade deriva de suas habilidades ou características pessoais; por exemplo, sua posição formal, seu conhecimento especializado acerca das atividades da firma e seu prestígio junto aos demais *stakeholders*. Há também autores que sugerem que o tempo no comando da empresa indica que o gestor acumulou conhecimento e influência no cargo (Berger et al., 1997), e que isso os torna menos suscetível de ter suas decisões questionadas (Finkelstein e Hambrick, 1989). Lewellyn e Muller-Kahle (2012) argumentam,

¹Stulz (1988) assume que os compradores aumentam o prêmio P porque eles fazem um *tradeoff* entre a probabilidade de a tentativa de *takeover* ser bem sucedida e o ganho associado ao seu sucesso. Para manter a probabilidade constante, α maior requer P maior.

ainda, que a reputação do gestor dá mais credibilidade às suas opiniões e amplia seu poder de decisão. Em comum, esses autores sugerem que suas características pessoais podem aumentar o entrenchamento do gestor no cargo.²

Evidências empíricas sobre *Entrenchment*

Morck et al. (1988) analisaram 371 grandes empresas Americanas em 1980. Sua hipótese principal é a de que a propriedade do gestor tem relação não-linear com o valor da firma. Seu argumento deriva de Jensen e Meckling (1976) e indica que, com baixos níveis de propriedade, o aumento da propriedade acarreta na convergência dos interesses do gestor aos dos acionistas (efeito alinhamento), que leva a um aumento no valor da firma. No entanto, em determinado nível de propriedade, o gestor se torna entrenchado (efeito entrenchamento), o que leva a uma diminuição no valor da firma. Morck et al. (1988) encontraram que o Q de Tobin aumenta para valores de propriedade no intervalo 0% a 5%; diminui no intervalo 5% a 25%; e aumenta, novamente, no intervalo 25% a 100%. Morck et al. (1988) encontraram também que em firmas mais novas, a presença do fundador é associada ao aumento do Q de Tobin em torno de 0.5, ao passo que, em firmas antigas, é associado com uma diminuição de aproximadamente 0.15. Eles interpretaram esse resultado como evidência de que o aumento da *tenure* do gestor (especialmente do fundador da firma) facilita seu entrenchamento.

Berger et al. (1997) investigaram a associação entre entrenchamento e alavancagem. Sua amostra foi composta por 409 grandes companhias industriais Americanas (2.196 observações) e o período analisado foi 1984-1991. O principal argumento dos autores é de que, na medida que os gestores se entrencham, eles escolhem níveis de alavancagem abaixo do ótimo. A razão é que gestores entrenchados preferem menor monitoramento externo. Seguindo essa intuição, Berger et al. (1997) sugerem que eventos redutores do nível de entrenchamento devem ser seguidos de aumento na alavancagem. Basicamente, se a estabilidade de um gestor entrenchado é exogenamente ameaçada, os gestores devem responder aumentando a alavancagem. Seus resultados corroboram essa ideia. Berger et al. (1997) encontraram que: a) uma oferta

²Salas (2010) faz um contraponto a essa corrente de trabalhos e afirma que a observação de tais características pessoais é demasiadamente imperfeita e não há consenso empírico do efeito dessas variáveis nas preferências dos gestores. No entanto, seus resultados empíricos sugerem que gestores que conjuntamente ficam mais tempo no cargo e que apresentam performance negativa por pelo menos três anos são os que, segundo sua metodologia, apresentaram maior nível de entrenchamento.

mal-sucedida pelo controle da empresa, b) a substituição involuntária do gestor anterior, e c) a adição de um novo *blockholder* ao conselho de administração, levou ao aumento entre 5% e 11% da alavancagem das firmas estudadas. Em resumo, os resultados de Berger et al. (1997) apresentam evidências de que o nível de entrincheiramento dos gestores está associado com escolhas de política financeiras.

Chava, Kumar e Warga (2010) analisaram o nível de entrincheiramento e a frequência com que os credores exigem covenants em títulos de dívida. Sua amostra foi composta por 4.478 títulos emitidos por 1.064 empresas dos Estados Unidos entre 1993 e 2007. A ideia de Chava et al. (2010) é que gestores entrincheirados conseguem frequentemente imprimir suas preferências particulares nas decisões da firma. Os credores antecipam as preferências dos gestores e ajustam sua exigência de covenants adequadamente às suas próprias preferências. Empiricamente, os autores encontraram que o nível de entrincheiramento está positivamente associado a covenants que limitam o investimento da firma e negativamente associado a covenants que limitam o pagamento de dividendos e que dificultem takeovers. Resumidamente, Chava et al. (2010) interpretam seus resultados como evidência de que gestores e credores se alinham nas preferências de liquidez e takeovers, porém se opõem nas preferências de investimentos.

Outras evidências empíricas relacionadas são: Hu e Kumar (2004) encontraram que gestores entrincheirados pagam dividendos maiores e mais frequentemente. Collins e Huang (2011) encontraram que firmas com gestores entrincheirados também têm maior custo de capital próprio. Lundstrum (2009) encontrou que gestores entrincheirados preferem emitir ações ao invés de dívidas. Finalmente, Garvey e Hanka (1999) e Lin, Wang, Chiou e Huang (2014) também encontraram que firmas com gestores entrincheirados escolhem menor alavancagem, mas também apresentam menor qualidade em seus mecanismos de controle interno.

2.2.2 *Perquisites*

Segundo Jensen e Meckling (1976) e Ang et al. (2000), para entender conflitos de agência em detalhes, é preciso observar o caso em que o conflito de agência inexistente e compará-lo com o caso em que o conflito existe. Jensen e Meckling (1976), seminalmente, examinam esses casos. Os autores inicialmente demonstram que o gestor-proprietário de uma firma tomará sempre decisões que maximizam sua função utili-

dade, que envolvem o consumo de um conjunto de benefícios pecuniários (por exemplo, salários e comissões) e não-pecuniários (por exemplo, utilização de salas e espaços luxuosos, serviço de motorista e disponibilidade de uso de aviões, etc.). Segundo os autores, o gestor consumirá uma cesta ótima composta por ambos tipos desses benefícios em que a utilidade marginal de uma unidade monetária a mais gasta em benefícios não-pecuniários será igual à utilidade marginal de uma unidade monetária a mais gasta em benefícios pecuniários (ou, conforme os autores, em *wealth*). Quando possuir 100% das ações da firma, esse gestor-proprietário irá arcar com todos os custos dos benefícios pecuniários e não-pecuniários.

Jensen e Meckling (1976) prosseguem e demonstram que, caso o gestor-proprietário venda uma parcela $1 - \alpha$ de suas ações a investidores externos, a cesta ótima se move a um novo ponto de equilíbrio em que o gestor irá consumir um nível maior de benefícios não-pecuniários. À medida que sua fração de ações α diminui, seu incentivo de consumir mais benefícios não-pecuniários aumenta. O motivo é que, com a posse de uma porção de ações α menor, o custo de consumir esses benefícios é repartido com os investidores externos que detêm as restantes $1 - \alpha$ ações. No entanto, o bem-estar proporcionado por esses benefícios será totalmente aproveitado pelo gestor. Jensen e Meckling (1976) chamam essa porção de benefícios não-pecuniários de *perquisites*.³

De forma ilustrativa, reproduz-se a seguir, a Figura 3 do trabalho original de Jensen e Meckling (1976). Na figura apresentada, tem-se V^* como o valor máximo da firma quando o gestor é proprietário de 100% de suas ações; situação na qual, será consumido o montante F^* de *perquisites*. Quando o gestor possui α ações (isto é, após o gestor vender $1 - \alpha$ a um proprietário externo) e não há monitoramento sob suas decisões, o valor da firma passa a ser V' e o nível de *perquisites* consumido passa a ser F' . O custo de *perquisites* F será dividido entre o gestor e os acionistas. Porém, seu benefício será consumido exclusivamente pelo gestor. Essencialmente, em tal situação, há transferência de valor dos acionistas para o gestor, o que configura o custo de agência. Na figura, a diferença $V^* - V'$ representa a perda de valor de mercado da firma em decorrência desse conflito. Ou, mais explicitamente, representa o custo de agência da relação entre o gestor-proprietário e proprietário-externo.

³Jensen e Meckling (1976) também sugerem que à medida que a fração α diminui, o incentivo que os gestores têm de fazer esforço para buscar novas oportunidades de investimento para a firma também cai.

Figure 2.1: Figura extraída de Jensen e Meckling (1976).

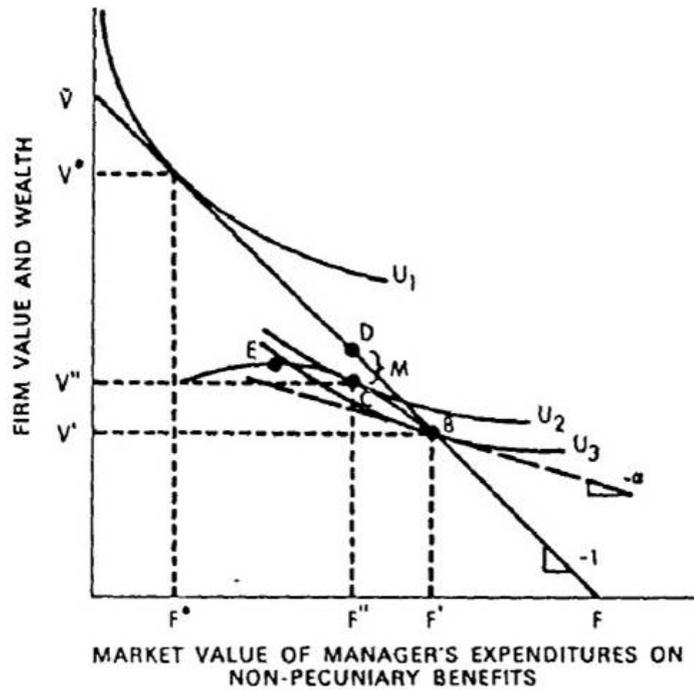


Fig. 3. The value of the firm (V) and level of non-pecuniary benefits (F) when outside equity is $(1 - \alpha)$, U_1 , U_2 , U_3 represent owner's indifference curves between wealth and non-pecuniary benefits, and monitoring (or bonding) activities impose opportunity set BCE as the tradeoff constraint facing the owner.

No entanto, caso o (agora) proprietário-externo possuir meios de monitoramento sobre as decisões do gestor e conseguir limitar seu consumo de perquisites a um montante menor que F' (representado na figura anterior por F'') o valor da firma aumenta em $V'' - V'$. Tal monitoramento ocorre ao custo M . Nesse caso, na presença de meios de monitoramento, o custo de agência diminui de $V^* - V'$ para $V^* - V''$.

Caso o conjunto dos participantes do mercado—ou o conjunto de investidores externos—seja formado por indivíduos que operem sob expectativas racionais, os investidores anteciparão o aumento do consumo de perquisites por parte dos gestores-proprietários à medida que a fração α diminui. Se assim for, os investidores externos deverão ajustar para baixo o valor pago pelas $1 - \alpha$ ações oferecidas à venda pelo gestor-proprietário. Como resultado, será o gestor que arcará com os custos do consumo de perquisites a partir da queda do valor da firma (através da queda do preço das α ações). Na figura anterior, qualquer investidor externo disposto a comprar $1 - \alpha$ ações da firma, aceitará pagar até o valor $1 - \alpha \times V'$. Sob essa ótica, o gestor-proprietário arca com a totalidade dos custos de agência que, no caso descrito, pode ser mensurado por $V^* - V'$.

Fama (1980) argumenta que o consumo de perquisites pode ser contrabalanceado a partir de mecanismos *ex post* de compensação. O autor descreve que a existência de um mercado de trabalho executivo (tradução livre para *managerial labor market*) pode transferir o custo do consumo de perquisites para o pacote de compensação futura do gestor. Dessa forma, qualquer desvio do contrato implícito que os investidores têm com o gestor acarretará a penalização pecuniária no pacote de compensação do gestor e os custos do consumo dos perquisites serão transferidos para esse pacote. Fama (1980) reconhece que o processo de revisão da compensação dos gestores não será perfeito na medida em que a observação do comportamento dos gestores é imperfeita. Logo, o ajustamento na compensação do gestor poderá ser apenas parcial e poderá haver um custo de ajustamento associado ao processo de revisão. Apesar disso, Fama (1980) infere que a existência do mercado de trabalho executivo implica que o contrato entre investidores e gestor continuará ótimo; apesar de os gestores ainda consumirem perquisites, haverá a transferência dos seus custos ao pacote de compensação dos gestores.⁴

Em um trabalho que dá seguimento a Jensen e Meckling (1976), Williams (1987) deriva uma equação que representa o problema de maximização dos gestores. Para o autor, os gestores primeiramente observam o valor presente dos projetos disponíveis à firma e, então, escolhem o nível de perquisites a ser consumido. A seguir, os gestores levantam capital externo para investir em um projeto arbitrário I . Os investidores externos não conseguem observar perfeitamente a relação risco-retorno do projeto I , nem o nível de perquisites que será consumido. No entanto, os investidores antecipam *algum* consumo de perquisites e ajustam apropriadamente o preço dos títulos emitidos pela firma a esse valor antecipado. Williams (1987) demonstra que o fato de os gestores conseguirem observar *a priori* o valor presente dos projetos e, após sua observação, terem a prerrogativa de escolher quais projetos executar sugere que há uma relação entre as decisões de investimento feitas no presente e o consumo futuro de perquisites. Especificamente, Williams (1987) demonstra existir associação entre perquisites e o nível de risco dos projetos de investimento escolhidos. Tal associação será retomada e mais bem elaborada no capítulo 3 dessa tese.

⁴Especificamente, Fama (1980) assume que o produto marginal dos gestores (*manager's marginal product*) é um processo autorregressivo tal qual $\bar{z}_t = \bar{z}_{t-1} + (1 - \phi)\epsilon_{t-1}$.

Evidências empíricas sobre *Perquisites*

Yermack (2006) investigou a associação entre 1) o uso, para fins pessoais, por parte do gestor de aviões da companhia e 2) performance. O autor analisou 222 grandes companhias Americanas, (aproximadamente 2.000 observações firma-ano) ao longo dos anos 1992-2002. Yermack (2006) encontrou que o uso para fins particulares dos aviões das firmas as levou a performance anual em torno de 4% pior que o mercado. O autor também encontrou que no ano posterior à primeira divulgação ao mercado (*disclosure*) do uso do avião, as ações da firma apresentaram retorno anormal de -9%. Yermack (2006) testou a robustez de seus resultados alterando variáveis de controle, o modelo de estimação e também a medida de performance. Seus resultados principais sofreram pouca alteração. Yermack (2006), no entanto, não encontrou evidências de que o uso dos aviões para fins pessoais teve associação com 1) a propriedade do gestor, e 2) seu pacote de compensação.⁵ Finalmente, a idade dos gestores apresentou associação positiva e significativa com o uso particular de aviões; já a tenure do gestor apresentou coeficiente insignificativo.⁶

Rajan e Wulf (2006) fazem um contraponto a Yermack (2006). Eles analisaram o consumo de perquisites em mais de 300 empresas Americanas (aprox. 2.000 observações ano-firma) ao longo dos anos 1986-1999. Sua principal hipótese é que acionistas se beneficiarão dos perquisites consumidos pelos gestores se esses aumentam sua produtividade. Para investigar essa ideia, Rajan e Wulf (2006) usaram dados de uma *survey* feita por uma consultoria e construíram uma medida, no nível da firma, do consumo de perquisites relacionado a despesas de viagem, tais como uso de avião e carro da companhia, e serviço de motorista.⁷ Seus resultados indicam que tais perquisites são comumente oferecidos a gestores de companhias cuja sede principal se encontra: 1) em áreas com maior tráfego, 2) mais longe de aeroportos, e, 3) mais longe das subsidiárias da companhia. Os autores interpretaram esses resultados como evidências de que perquisites podem ser usados como mecanismos de economia do tempo de

⁵Apesar disso, Yermack (2006) ressalta que a maior parte dos gestores presentes em sua amostra tem baixo percentual de propriedade (93% dos gestores têm menos que 5% de propriedade). Isto é, o *cluster* de observações próximo a zero dificulta a significância do teste de hipótese feito.

⁶Yermack (2006, p. 227) afirma que a idade e tenure do gestor *are [...] standard variables that many authors find have associations with patterns of ownership and compensation.*” Como será discutido no capítulo 3, a idade do gestor será utilizada como medida do seu entrenchamento.

⁷Rajan e Wulf (2006) também utilizaram gastos com sociedade de clubes e gastos com planejamento financeiro como medidas alternativas.

deslocamento do gestor que, portanto, aumentam sua produtividade. Em resumo, na percepção de Rajan e Wulf (2006), alguns tipos de perquisites podem ser na verdade investimentos que aumentam o valor para os acionistas.

Recentemente, Luo, Zhang e Zhu (2011) analisaram a associação entre estrutura de propriedade, perquisites e performance em 1.441 companhias Chinesas (8.836 observações firma-ano). Seu enfoque foi o papel da propriedade bancária no consumo de perquisites e no efeito dos perquisites na performance. Luo et al. (2011) utilizaram duas medidas de perquisites: 1) valor anormal de despesas administrativas, e 2) valor anormal de despesas gerais (que incluem despesas com viagens, alimentação e divertimento; despesas com a frota de carros; e, benefícios e privilégios administrativos). Seus resultados indicaram associação positiva entre propriedade bancária e perquisites. Além disso, propriedade bancária e perquisites se mostraram negativamente relacionados ao índice ROA e positivamente relacionadas a despesas financeiras. Tais resultados vão ao encontro de Yermack (2006) e sugerem que perquisites diminuem a riqueza dos acionistas.⁸

Ang et al. (2000) investigaram a associação entre estrutura de propriedade e conflitos de agência entre acionistas e gestores em 1.708 pequenas empresas Americanas de capital fechado. Em 73% das empresas da amostra, o gestor também é acionista, nas restantes 27%, o gestor não detém ações da empresa. Para medir esse conflito de agência, Ang et al. (2000) usaram duas *proxies*: *Asset turnover* (*proxy* inversa) e o quociente despesas operacionais sobre vendas (*proxy* direta). A ideia da primeira medida é que essa está inversamente relacionada com perdas de receitas em decorrência de consumo de perquisites e/ou más decisões de investimentos, tais como uso de espaços luxuosos, carros, aviões e demais itens semelhantes. A segunda medida está relacionada a gastos excessivos relacionados ao processo de vendas e controle insuficiente de custos administrativos. Os resultados de Ang et al. (2000) sugerem que: a) a propriedade acionária do gestor, b) a presença de acionista controlador familiar, e c) a concentração de propriedade estão negativamente relacionadas às *proxies* do conflito, enquanto, d)

⁸Adicionalmente, duas pesquisas não publicadas (*working papers*) se relacionam a Rajan e Wulf (2006), Yermack (2006) e Luo et al. (2011). Grinstein, Weinbaum e Yehuda (2008) encontraram reação do mercado negativa ao aumento do *disclosure* de perquisites em uma amostra que continha 361 empresas Americanas de capital aberto. Já Andrews, Linn e Yi (2009) encontraram reação do mercado negativa à primeira vez que a firma divulga o montante de perquisites consumido pelo gestor de 608 empresas Americanas. Esses autores também encontraram que companhias com fraca governança corporativa (baixo índice-G, menor competição no mercado de produtos, menor propriedade do gestor e conselhos de administração com menor número de membros independentes) apresentam também maior nível de perquisites.

o número de acionistas sem cargos de gestão estão positivamente relacionados. Os autores também encontraram que a alavancagem (*proxy* para o incentivo de os bancos monitorarem os gestores) está negativamente relacionada ao conflito.

Singh e Davidson III (2003) estenderam o trabalho de Ang et al. (2000) para uma amostra contendo 118 grandes empresas de capital aberto analisada nos anos 1992 e 1994. Os autores também utilizaram *asset turnover* e despesas operacionais como *proxies* para o conflito de agência. Além disso, os autores controlaram para tamanho e independência do conselho de administração e *block-holdings*. Os resultados de Singh e Davidson III (2003) corroboram Ang et al. (2000) e sugerem que propriedade gerencial acarreta em melhor *asset turnover* e menores despesas operacionais (i.e. menor conflito de agência em ambos os casos).

Outros estudos que estão relacionados são os de Fleming et al. (2005), que analisaram aproximadamente 3.800 pequenas empresas Australianas, e Firth, Fung e Rui (2008), que analisaram 549 empresas Chinesas. Ambos corroboram os achados de Ang et al. (2000) e Singh e Davidson III (2003) e apontam que propriedade gerencial leva a menor conflito de agência. McKnight e Weir (2009) e Engelen (2015) também utilizaram turnover dos ativos como *proxy* para consumo de perquisites em 128 empresas do U.K. e 149 empresas Alemãs, respectivamente. Os primeiros encontraram alguma evidência de que o tempo do gestor no cargo (*tenure*) aumenta esse conflito de agência; já o segundo encontrou evidências de que o recebimento de compensação excessiva pelo gestor diminui o turnover dos ativos da firma.

Por fim, recentemente Florackis (2008) também se baseou em Ang et al. (2000) e investigou a associação entre mecanismos de governança e conflito de agência (também medidos pelo *asset turnover*) em 897 (1 observação por firma) empresas de capital aberto do Reino Unido. A principal diferença de Florackis (2008) é que foram incluídas diversas medidas de governança relacionadas a estrutura de propriedade, estrutura do conselho de administração, estrutura de compensação do gestor e a estrutura de capital. Seus resultados apontam que a propriedade acionária do gestor, a maturidade da dívida, o tamanho do conselho de administração e a estrutura de compensação do gestor têm efeito significativo na mitigação do conflito de agência, tal qual é medido.

2.2.3 Liquidez

Face a um mercado de capitais perfeito, as decisões de liquidez são irrelevantes. Em tais mercados, a firma, sempre que necessário, consegue recursos junto a fontes externas. Se assim for, as decisões de liquidez não alteram o valor da firma na medida em que os mercados de capitais sempre suprem perfeitamente suas necessidades de capital. Em tais mercados, Opler et al. (1999) afirmam que não há custos associados a desvios de liquidez e a firma sempre consegue executar as oportunidades de investimentos disponíveis, no presente e no futuro. Entretanto, em mercados imperfeitos, a firma não necessariamente obtém prontamente recursos de fontes externas. Se ficar ilíquida acarreta para a firma custos associados à perda da capacidade de investimento e/ou à perda da capacidade de manter suas operações diárias, então ela tem o incentivo a manter ativos líquidos disponíveis. Sob a existência de tais custos, o nível de liquidez escolhido deveria ser aquele em que o benefício marginal proporcionado pelos ativos líquidos é igual aos custos marginais incorridos pela sua manutenção. No ponto ótimo, as firmas igualam o custo marginal de ficar íliquido (custo de não ter liquidez para executar oportunidades de investimento) e o custo de carregamento dos ativos líquidos (*cost-of-carry*). Opler et al. (1999) chamaram essa perspectiva de *tradeoff of cash holdings*.⁹

Entretanto, gestores percebem os benefícios de manter ativos líquidos de forma diferente dos acionistas e credores (Dittmar, Mahrt-Smith e Servaes, 2003) e têm preferência por manter mais liquidez. Do ponto de vista dos gestores, a manutenção de ativos líquidos possibilita a execução de projetos de investimentos que o mercado de capitais não estaria disposto a financiar (Opler et al., 1999, Ozkan e Ozkan, 2004, Kumar e Rabinovitch, 2013). Ativos líquidos são ou podem ser mais facilmente expropriados que ativos ilíquidos (Myers e Rajan, 1998, Frésard e Salva, 2010), facilitam decisões de superdiversificação (Amihud e Lev, 1981) e de entrincheiramento (Shleifer e Vishny, 1989). Além disso, financiar projetos de investimento com recursos próprios diminui o monitoramento externo sobre as decisões gerenciais e a pressão externa por performance (Opler et al., 1999, Ferreira e Vilela, 2004, Elyasiani e Zhang, 2015). Por fim, manter ativos líquidos em caixa diminui o risco de não-pagamento das dívidas

⁹Outra teoria que pode explicar decisões de liquidez é a Teoria *Pecking Order* de estrutura de capital (Myers e Majluf, 1984). Tal perspectiva está fora do escopo da Teoria da Agência e dessa pesquisa.

existentes da firma (risco de *default*), o que aumenta a perenidade do gestor em seu cargo (Elyasiani e Zhang, 2015). Resumidamente, a literatura prévia sugere que as preferências dos gestores são por mais liquidez.

Em contrapartida, para os acionistas, o único benefício de manter liquidez é a diminuição da probabilidade de a firma não ter recursos suficientes para executar suas oportunidades futuras de investimento. Do ponto de vista do acionista, ativos líquidos rendem virtualmente zero taxa de juros (Dittmar et al., 2003). Adicionalmente, ativos líquidos aumentam a discricionariedade do gestor (Myers e Rajan, 1998), podem levar a decisões ineficientes de investimento (Jensen, 1986) e sua utilização é de difícil monitoramento (Frésard e Salva, 2010, Elyasiani e Zhang, 2015). Logo, esses trabalhos sugerem que, controlando para o nível de oportunidades de investimento da firma, acionistas têm preferência por menos liquidez.

Por sua vez, credores têm preferência mistas em relação à manutenção de liquidez. Por um lado, ativos líquidos aumentam a probabilidade de repagamento dos juros da dívida e da dívida de curto prazo e diminuem a probabilidade de a firma entrar em *default* (Elyasiani e Zhang, 2015). Também, ativos líquidos são inteiramente recuperáveis e aumentam o valor da firma em caso de liquidação. No entanto, Myers e Rajan (1998, p. 734) fazem um contraponto e argumentam que, para um valor fixo de ativo total, maior proporção de ativos ilíquidos aumentam a proteção dos credores e “*increases the odds that the assets will ‘be there’*”. Para Myers e Rajan (1998), ativos líquidos apesar de aumentar o valor recuperado pelos credores, aumentam também a discricionariedade do gestor e a probabilidade de *asset substitution*, que podem afetar negativamente o valor da dívida com risco (Jensen e Meckling, 1976). Logo, se a discricionariedade do gestor nas decisões corporativas é alta (por exemplo, maior entrenchamento do gestor), credores podem ter preferência por menor proporção de ativos líquidos.

Evidências empíricas sobre Liquidez

Opler et al. (1999) é o primeiro estudo a investigar empiricamente decisões de liquidez; particularmente, manutenção de liquidez em excesso. Os autores estudaram empresas Americanas de capital aberto entre os anos 1971-1994 (87.117 observações-ano). Inicialmente, seus resultados apontaram que, na faixa de propriedade do gestor entre 0%

e 5%, gestores preferem o aumento da liquidez. Porém, na faixa acima de 5% de propriedade, Opler et al. (1999) não encontraram relação significativa entre propriedade gerencial e liquidez. Ademais, os autores encontraram evidências de que firmas com mais oportunidades de crescimento, com operações mais arriscadas e menores mantêm mais liquidez.

Ozkan e Ozkan (2004) investigaram as escolhas de *cash holdings* (medida pela razão *total cash and equivalents to total assets*) em uma amostra composta por 839 empresas do U.K. (aprox. 12.960 observações-ano) ao longo do período 1995-1999. Em especial, os autores estavam interessados na associação entre propriedade do gestor e *cash holdings*. Sua hipótese é de que a propriedade do gestor explica, de forma não-linear, o *cash holdings* da firma. Seus resultados corroboram sua hipótese de que a relação entre propriedade do gestor e *cash holdings* é não-linear e sugerem que há dois pontos de inflexão: *cash holdings* diminui até o percentual de propriedade igual a 24%, aumenta entre 24% e 64%, e, acima desse valor, diminui novamente. Ozkan e Ozkan (2004) interpretaram seus resultados como evidência de que o comportamento do gestor em relação a *cash holdings* alterna entre a) alinhamento aos interesses dos acionistas e b) entrincheiramento.

Finalmente, Dittmar e Mahrt-Smith (2007) analisaram 1.952 firmas Americanas de capital aberto entre os anos 1990 e 2003. Eles investigaram se a proteção ao acionista, no nível da firma, tem associação com o valor dos ativos líquidos. Para tanto, Dittmar e Mahrt-Smith (2007) calcularam os índices de governança de Gompers, Ishii e Metrick (2003) (*G-index*) e Bebchuk, Cohen e Ferrell (2009).¹⁰ Empiricamente, os resultados indicaram que, em firmas com baixa proteção aos acionistas (maior entrincheiramento do gestor), o aumento de \$1 dólar em ativos líquidos aumenta o valor da firma entre \$0.42 e \$0.88. Em contrapartida, \$1 dólar em ativos líquidos aumenta o valor da firma em até \$1.62, se a firma tem boa proteção aos acionistas (menor entrincheiramento do gestor). Adicionalmente, Dittmar e Mahrt-Smith (2007) demonstraram que o valor de excesso de liquidez de firmas com alta proteção aos acionistas é maior que o valor em firmas com baixa proteção ao acionista. Em resumo, os resultados de Dittmar e Mahrt-Smith (2007) indicam que os acionistas valorizam menos a manutenção de ativos líquidos quando os gestores estão entrincheirados.

¹⁰Tais índices são costumeiramente citados como medidas do nível de entrincheiramento do gestor.

2.2.4 Risk-Taking

A literatura prévia relacionada à Teoria da Agência acerca das preferências sobre o risco pode ser dividida em três grandes grupos, cada um focado em um *stakeholder* da firma. No primeiro grupo, estuda-se as preferências acerca do risco dos *gestores*. Os precursores desse estudos foram os trabalhos de Amihud e Lev (1981) e Agrawal e Mandelker (1987). O segundo grupo analisa as preferências acerca do risco dos *acionistas*. Pode-se dizer que os precursores desse grupo são os trabalhos de precificação de opções (Black e Scholes, 1973, Galai e Masulis, 1976). Por fim, o terceiro grupo consolida as preferências dos *credores* acerca do risco, baseado no trabalho de Jensen e Meckling (1976).

Preferências dos Gestores Acerca do Risco

Em seu estudo, Amihud e Lev (1981) afirmam que os gestores são particularmente preocupados com seu capital humano. Para os autores, o capital humano é a única fonte de renda dos gestores e é não-diversificável. Logo, o risco do portfólio do gestor (seu capital humano) está intimamente relacionado ao risco da firma. Para diminuir o risco de perder sua fonte de renda, no racional de Amihud e Lev (1981), a única estratégia possível é a diminuição do risco dos projetos da firma. Logo, de acordo com a intuição de Amihud e Lev (1981), os gestores têm preferências por menor risco.

Por sua vez, Agrawal e Mandelker (1987) apresentam um modelo em que os gestores têm três tipos de ativos: a) os fluxos de caixa proporcionados pelo seu capital humano, b) seu portfólio de ações da própria firma, e c) seu portfólio de ativos não relacionados à firma. Para os autores, os incentivos dos gestores a variações no risco dependem desses três tipos de ativos. Inicialmente, Agrawal e Mandelker (1987) argumentam que o efeito do risco no capital humano dos gestores é único: eles são contrários a projetos de alto risco pelo fato de aumentarem a incerteza associada à sua posição na firma e aos seus salários e benefícios futuros. Por outro lado, de acordo com o modelo Black-Scholes (como será visto a seguir), aumentos no risco da firma, embora não necessariamente aumentem o valor da firma, levam a aumentos no preço da ação. Isso, naturalmente, beneficia a parcela da riqueza do gestor decorrente desses ativos. Consequentemente, o efeito total do risco na riqueza do gestor vai depender: a) da correlação entre a ação

da firma e o restante do portfólio pessoal do gestor; e b) o peso relativo de cada ativo no portfólio do gestor.¹¹

Já Douglas (2009) sugere que as preferências do gestor em relação ao risco dependem do nível inicial de risco dos projetos da firma. Para o autor, a utilidade dos gestores é função da vantagem informacional advinda dos projetos executados pela firma (*information rent*): os gestores sempre preferem projetos que aumentem sua vantagem informacional. Tal vantagem depende do nível de risco dos projetos e da renda que o gestor extrai dos projetos (a renda, por sua vez, depende do esforço empregado pelo gestor para o sucesso do projeto). Douglas (2009, p. 157) sugere que a vantagem informacional é crescente no nível de risco dos projetos. A razão é que projetos mais arriscados facilitam “*manager’s simultaneous hidden actions and hidden knowledge*” e, assim, aumentam sua discricionariedade sobre as decisões da firma. No entanto, para Douglas (2009), o esforço empregado pelos gestores é decrescente no nível de risco.¹² Logo, conforme o risco aumenta, o esforço empregado pelos gestores é menor e, conseqüentemente, a renda obtida é menor. Douglas (2009) demonstra que o primeiro efeito domina para baixos níveis de risco, porém o segundo efeito domina para níveis altos. Isto é, para baixos níveis de risco, o aumento do risco leva ao aumento da utilidade dos gestores (através do efeito direto no aumento da sua vantagem informacional). Entretanto, para altos níveis de risco, o aumento do risco leva à diminuição de sua utilidade (através do efeito indireto no seu esforço na renda obtida). Resumidamente, Douglas (2009) afirma que gestores têm preferências não-lineares sobre decisões de risco na firma (*inverse U-shape*).

¹¹Em um exercício simples, Agrawal e Mandelker (1987) mostram que um projeto com alta variância tem o seguinte efeito no portfólio pessoal do gestor. Assumindo que w representa o portfólio pessoal do gestor, do qual w_s está investido em ações da firma e o restante $w_o = (w - w_s)$ está investido em outros ativos; a variância total do portfólio é σ^2 , a variância da porção investida nas ações da firma é σ_s^2 , e a variância da porção investida em outros ativos é σ_o^2 . ρ_{so} é a correlação entre os retornos obtidos em w_s e em w_o e é constante; adicionalmente, $x_s = \frac{w_s}{w}$ e $x_o = \frac{w_o}{w}$; então:

$$\sigma_w^2 = x_s^2 \sigma_s^2 + 2x_s x_o \rho_{so} \sigma_o + x_o^2 \sigma_o^2$$

Tomando a derivada parcial $\frac{\partial \sigma_w^2}{\partial \sigma_s^2}$, os autores mostram que o sinal dessa derivada parcial depende dos pesos de cada termo, da correlação ρ_{so} e de $\frac{\partial \sigma_o}{\partial \sigma_s^2}$.

¹²Douglas (2009) apresenta a prova formal dessa relação em seu apêndice.

Evidências empíricas sobre as preferências dos gestores acerca do risco

Amihud e Lev (1981) analisaram todas as aquisições feitas por 309 firmas Americanas (de uma amostra composta pelas 500 maiores empresas desse país) que aconteceram entre 1961 e 1970 e cujo valor da empresa adquirida foi maior que US\$ 10 Milhões. Os autores encontraram que firmas controladas pelos gestores (*manager-controlled firms*): 1) procederam com mais frequência a aquisições que diminuíram o risco total da empresa, e 2) mantiveram operações mais diversificadas que empresas controladas pelos acionistas (*shareholders-controlled firms*). No entendimento de Amihud e Lev (1981), tais resultados suportam sua hipóteses e sugerem que os gestores são mais avessos ao risco que os acionistas.

Preferências dos Acionistas Acerca do Risco

As preferências dos acionistas acerca do risco comumente retoma os modelos de precificação de opções de Black e Scholes (1973), Galai e Masulis (1976). Especificamente, Black e Scholes (1973) definem que o comprador de opção de compra europeia tem, na maturidade T , o direito a todo valor do ativo subjacente acima de um determinado preço de exercício. Em seguida, os autores demonstram que tal contrato tem o seguinte valor de mercado: $S = VN(d_1) - Ce^{-rT}N(d_2)$ em que V é o valor do ativo subjacente, C é o preço de exercício da opção, T é o tempo até a maturidade, r é a taxa livre de risco e N é a função de distribuição acumulada normal padrão.¹³ Em um próximo passo, os autores demonstram que a derivada parcial de S em relação a σ^2 é maior que zero (i.e. $\frac{\partial S}{\partial \sigma^2} > 0$). Em outras palavras, tudo o mais constante, esse último passo indica que aumentos na variância dos retornos do ativo subjacente levam a aumentos no preço da opção S .

É simples perceber que as ações de uma empresa que possui títulos de dívida emitidos podem ser descritas como uma opção de compra europeia. Resumidamente, o acionista de uma firma com títulos de dívidas emitidos possui o direito a todo fluxo de caixa gerado pela firma (i.e. a parcela correspondente ao seu percentual acionário) acima do valor de face dos títulos de dívida emitidos pela própria firma. Supondo que a firma tenha apenas um título de dívida com zero-cupom, no momento do vencimento

¹³Em que, $d_1 = \frac{\ln(V/C) + (r + \frac{\sigma^2}{2})T}{\sigma\sqrt{T}}$; e $d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T}$.

desse título, o acionista tem o direito de comprar a firma dos credores ao preço de face do título. Nessa analogia, o valor de face dos títulos de dívida representam o preço de exercício da opção e a maturidade dos títulos de dívida representam a maturidade da opção. Então, da mesma forma que acima do preço de exercício da opção, seu detentor fica com a diferença entre o preço do ativo subjacente e o preço de exercício; acima do valor de face dos títulos de dívida, o acionista fica com a diferença entre os fluxos de caixa gerado pela firma e os fluxos de caixa pagos aos detentores dos títulos de dívida. Se, no momento do vencimento do título, o valor da firma V é menor que o valor dos títulos C , os credores liquidam a firma e ficam com todo seu valor V . Sendo assim, acionistas preferem projetos de investimentos com maior variância, pois $\frac{\partial S}{\partial \sigma^2} > 0$.

Em outras palavras, os acionistas têm ilimitado potencial de ganho (*unlimited upside*) visto que não há um limite para o preço da ação. Simultaneamente, acionistas têm responsabilidade limitada (*limited liability*), uma vez que sua perda máxima corresponde ao valor investido na compra da ação. Consequentemente, tendo em vista os modelos de precificação de opções, considerando a ação de uma firma como uma opção europeia, supondo que o valor da firma V não se altera e a firma já tem dívida emitida, aumentos na variância dos retornos da firma aumentam o preço de sua ação e beneficiam os acionistas em detrimento dos detentores dos títulos de dívida. Logo, acionistas preferem investimentos que aumentem σ^2 .

Evidências empíricas sobre as preferências dos acionistas acerca do risco

Agrawal e Mandelker (1987) analisaram 209 empresas ao longo do período 1974-1982. Seus resultados mostraram que as firmas cujos gestores tinham percentuais maiores de ações da própria empresa foram as firmas que selecionaram maior número de investimentos com risco maior, e que mantiveram maior alavancagem após a execução desse investimento. Resumidamente, seus resultados corroboram a ideia de que a propriedade de ações da própria firma induz os gestores a executar projetos de maior risco.

Paligorova (2010) investiga a relação entre concentração de propriedade e risk-taking em 11.630 empresas de capital aberto de 38 países entre os anos 2003 e 2006. A autora mensurou risk-taking da mesma forma que John et al. (2008)¹⁴ (volatilidade do ROA) e mediu concentração de propriedade pelo *cash flow rights* do maior acionista (abaixo

¹⁴John et al. (2008) é apresentado no item relacionado a Proteção aos acionistas.

de 10%, *cash flow rights* foi considerado igual a zero). A autora definiu também uma *dummy* que marcava os acionistas que fazem parte de um grupo empresarial e possuem ações de mais de uma empresa (i.e. acionistas que mantêm portfólio mais diversificados). Seus resultados sugerem que a concentração de propriedade de acionistas donos de um grupo empresarial (i.e. interação entre concentração de propriedade e a *dummy* marcando grupos) apresentaram associação positiva com o risk-taking. Além disso, Paligorova (2010) encontrou também associação de risk-taking positiva com *shareholders protection* e negativa com *creditor rights*.

O *rationale* apresentado no item anterior presume que investidores são diversificados, logo o risco específico de um ativo em particular é irrelevante para o risco de seu portfólio. Apesar desse conceito ser amplamente usado na literatura, é Faccio et al. (2011) que fazem o primeiro teste empírico relacionado. Os autores investigaram se o nível de diversificação dos acionistas afetam suas decisões de risco. Para tanto, eles coletaram o portfólio de ações do maior acionista de cada uma das 46.691 empresas Europeias que compuseram sua amostra ao longo do período 1999-2007. Faccio et al. (2011) utilizaram três *proxies* para a diversificação dos acionistas: 1) número de firmas no portfólio, 2) índice *Herfindhal*, e 3) correlação entre (i) o retorno das ações das empresas do mesmo setor da firma focal com (ii) o retorno do portfólio do acionista. Sua medida principal de *risk-taking* foi a mesma de John et al. (2008) (volatilidade do índice ROA). Resumidamente, Faccio et al. (2011) apresentam evidências consistentes de que a diversificação dos acionistas eleva seu apetite ao risco. Os coeficientes das três *proxies* de diversificação foram significativos com $p - \text{valor} < 0.01$. Alguns fatos utilizados de Faccio et al. (2011) são: a) os acionistas incluídos em sua amostra possuem na média ações de quatro firmas (a interpretação dos autores é de que os acionistas são moderadamente diversificados), b) 43,5% dos acionistas possuem ao menos ações de duas empresas, e c) um aumento na diversificação do 1^o ao 3^o quartil levou a um aumento de aproximadamente 8% na medida de *risk-taking*. Além disso, Faccio et al. (2011) encontraram associação positiva entre *investor protection* e risk-taking (corroborando John et al., 2008). Resumidamente, Faccio et al. (2011) concluíram que as preferências dos acionistas são por maior risco.

Outras evidências empíricas relacionadas podem ser encontradas em Laeven e Levine (2009). Esses autores analisaram risk-taking em 279 bancos de 48 países diferentes no

ano de 2001 e encontraram que a concentração de propriedade (*cash flow rights*) em mãos de grandes acionistas externos está relacionada a maior tomada de risco (medido pelo z-score). Tal associação depende também da regulação e do nível de proteção ao acionista a que o banco está submetido. Por sua vez, Danielova, Sarkar e Hong (2013), analisaram empiricamente aproximadamente 2.000 emissões de novas dívidas (de 967 empresas) e encontraram que o risco operacional (volatilidade do EBITDA) aumentou em torno de 15% após as emissões. Quando ajustado pela indústria, o aumento chegou a 46%. Os autores interpretaram esse resultado como evidência empírica de que os acionistas têm especial interesse em aumentar o risco da firma (*risk-shifting*)—em detrimento das preferências dos credores—em períodos posteriores próximos ao aumento do nível de endividamento da firma.

Preferências dos Credores Acerca do Risco

Em relação às preferências dos credores acerca do risco, Jensen e Meckling (1976) fizeram a primeira análise de que se tem conhecimento. Para entender seu argumento, inicialmente, suponha que há dois investimentos mutuamente exclusivos: I_1 e I_2 , cujos valores esperados são iguais, i.e. $E(\bar{X}_1) = E(\bar{X}_2)$, porém a variância de suas distribuições são diferentes, tal que $\sigma_1^2 < \sigma_2^2$. Seus valores de mercados são, respectivamente, B_1 e B_2 , e suponha que o gestor possa escolher qual oportunidade de investimento irá efetuar após a contratação de um empréstimo justo a credores externos.

Jensen e Meckling (1976) demonstram que, em um caso assim, o gestor pode transferir riqueza dos credores para os acionistas. Suponha-se que o gestor prometa aos credores executar o investimento I_1 , com variância σ_1^2 . No entanto, após a contratação da dívida, efetivamente execute o investimento I_2 , com variância σ_2^2 . Na medida em que as variâncias σ^2 são diferentes, seguindo o modelo de precificação de opções de Black e Scholes (1973), o valor das ações da firma S será tal que $S_1 < S_2$. Se o valor da firma for independente de seus investimentos realizados, então, $B_1 > B_2$, pois $V - S_1 > V - S_2$. Logo, caso o gestor troque o investimento I_1 pelo investimento I_2 , o valor das ações sobe de S_1 para S_2 . Essa transferência de riqueza é chamada por Jensen e Meckling (1976) como custo de agência da dívida (*agency cost of debt*).¹⁵

Naturalmente, Jensen e Meckling (1976) afirmam que tão logo percebam ou con-

¹⁵Comumente, chama-se o incentivo a substituir um projeto de investimento com menos risco por um com mais risco de *Asset substitution*. Alguns autores também chamam de *risk-shifting*.

sigam antecipar o comportamento do gestor (i.e. cenário com expectativas racionais), os credores não aceitarão pagar mais que B_2 pelos títulos de dívida emitidos pela empresa e não haverá transferência de sua riqueza para os acionistas.

Por fim, caso o gestor, ao invés de executar I_2 , execute um terceiro investimento I_3 , cujo risco seja menor que o prometido aos credores, i.e. $\sigma_3^2 < \sigma_1^2$, tem-se transferência de riqueza dos acionistas para os credores, pois, $S_3 < S_1$ e $B_3 > B_1$. Jensen e Meckling (1976), portanto, demonstram que os credores têm preferências por diminuição do risco dos investimentos executados pela firma.

Evidências empíricas sobre as preferências dos credores acerca do risco

Shuto e Kitagawa (2011) investigaram, inicialmente, a relação entre propriedade acionária do gestor e *spread* da dívida em 643 observações-ano de empresas Japonesas. Seus resultados apontaram relação positiva entre essas variáveis. Os autores interpretaram esse resultado como evidência de que conforme a participação acionária dos gestores aumenta, os credores exigem maior remuneração para emprestar capital por temer que o gestor poderá expropriar mais recursos da firma.

Porém, o trabalho de Shuto e Kitagawa (2011) se destaca por tentar objetivamente medir o custo de agência da dívida. Para medir esse custo, Shuto e Kitagawa (2011) extraíram um fator (via análise fatorial) de três *proxies* associadas ao problema de substituição de risco—1) gastos de P&D sobre vendas, 2) 1 – ativos fixos sobre ativo total; e, 3) caixa sobre ativo total—e outras três associadas à transferência de riqueza dos credores para os acionistas—4) dividendos de ações ordinárias sobre ativo total; 5) desvio-padrão do índice ROA sobre o ativo total; e 6) desvio-padrão da alavancagem. Para Shuto e Kitagawa (2011), essas seis variáveis são componentes que indicam maior risco para o credor e são representativas do custo de agência da dívida. Shuto e Kitagawa (2011), então, usaram a interação entre a propriedade acionária do gestor e esse fator como variável explicativa do *spread* da dívida. Sua intuição é de que os credores são avessos a esses componentes representativos de risco e, por essa razão, aumentam o custo do capital emprestado. Seus resultados corroboraram tal hipótese e apontaram associação positiva entre o termo de interação e o *spread* da dívida. Resumidamente, Shuto e Kitagawa (2011) interpretaram esses resultados como evidências de que credores preferem menor nível de risco.

2.2.5 Evidências empíricas sobre a relação entre diferentes conflitos

Entrincheiramento & Perquisites

Florackis e Ozkan (2009) estenderam Florackis (2008) e investigaram a associação entre entrincheiramento e os custos de agência—novamente medido por *asset turnover*, tal qual Ang et al. (2000) e Singh e Davidson III (2003). Sua amostra foi composta por 3.669 observações de 587 grandes companhias do U.K. e o período estudado foi 1999-2005. Sua medida de entrincheiramento foi uma combinação de variáveis de governança, tais como (concentração de propriedade, estrutura do conselho de administração, dualidade e compensação do CEO e outras). Seu argumento é de que o nível geral de governança, medido pela presença ou ausência desses mecanismos, define o nível de entrincheiramento do gestor, que, por sua vez, leva a maiores custos de agência (menor *asset turnover*). Apesar de seu argumento indicar uma relação causal de entrincheiramento para custos de agência, os autores utilizaram o *Método Generalizado dos Momentos* (GMM). Seus resultados confirmaram a hipótese de que o nível de entrincheiramento leva a maiores custos de agência.¹⁶

Bertrand e Mullainathan (2003) também oferecem evidências empíricas que associam gestores entrincheirados e perquisites. Eles estudaram empresas Americanas de estados que, durante o período estudado, passaram leis que dificultavam transações de *takeovers*. Ao passar a operar sob uma regulamentação que diminui a probabilidade de *takeovers*, Bertrand e Mullainathan (2003) consideram que os gestores dessas firmas se tornavam mais entrincheirados. Comparando decisões dos gestores que, segundo essa metodologia, entrincheiraram-se com decisões dos demais gestores, Bertrand e Mullainathan (2003) encontraram que os primeiros passaram a apresentar índices de produtividade significativamente menores, aumentaram o salário dos colaboradores, especialmente, os colaboradores de alto escalão, e diminuíram investimentos na modernização de plantas de produção. Bertrand e Mullainathan (2003, p. 1043) interpretaram esses resultados como evidências de que gestores entrincheirados preferem “*to enjoy the quiet life*”.

¹⁶Florackis e Ozkan (2009) também investigaram se a relação entre entrincheiramento e custos de agência é dinâmica e incluíram a variável dependente defasada no lado direito de suas equações. Em todas suas estimações, o coeficiente do termo defasado foi significativo (entre 0.3 e 0.5). Florackis e Ozkan (2009) concluíram, então, que os gestores entrincheirados ajustam oportunisticamente os custos de agência.

Entrincheiramento & Liquidez

Empiricamente, Elyasiani e Zhang (2015) analisaram a relação entre entrincheiramento (medido pelo índice de Bebchuk et al. (2009)) e liquidez—em particular, as preferências dos gestores pela manutenção de caixa e/ou pela manutenção de linhas de crédito pré-aprovada em bancos. Ao estudarem 128 empresas Americanas entre 1996-2008, eles encontraram que gestores entrincheirados preferem maior nível de liquidez total e, dentre as opções de liquidez, preferem a que acarreta menor monitoramento externo. Explicitamente, o índice de entrincheiramento mostrou associação positiva com *liquidez total*, positiva com *caixa/liquidez total* e negativa com *linhas de crédito/liquidez total*. Elyasiani e Zhang (2015) encontraram também evidências de que firmas cujos gestores estão entrincheirados apresentam probabilidade maior de manter liquidez em excesso (vide Opler et al. (1999)).

Entrincheiramento & Risk-taking

Kim e Lu (2011) analisaram a relação entre entrincheiramento e risk-taking em firmas Americanas ao longo do período 1992-2006 (aproximadamente, 6.000 observações-ano). Os autores mediram entrincheiramento pela propriedade acionária e pela idade do gestor, e risk-taking pelo valor investido em P&D. Seus resultados apontaram a existência de relação não-linear entre propriedade do gestor e investimento em P&D (para baixos percentuais de propriedade, a relação é positiva; para altos, negativa). Quando Kim e Lu (2011) separaram sua amostra em empresas com baixa e alta qualidade de governança externa (medido pela concentração de propriedade de investidores institucionais e pela número de empresas no mesmo setor), os resultados permaneceram apenas para o primeiro grupo. Kim e Lu (2011) interpretaram esses resultados como evidências de que, sob alta governança, os gestores não conseguem imprimir suas preferências sobre o risco e que a falta de boa governança é um canal pelo qual os gestores conseguem alterar o risco da firma. Quando a firma tem boa governança, no entanto, a relação entre o entrincheiramento do gestor e decisões de risco é nula, e os gestores não conseguem imprimir suas preferências sobre o risco.

Serfling (2014) analisou a relação entre a idade do gestor e suas decisões de risco. Ele estudou 4.493 gestores de 2.356 firmas Americanas entre 1992 e 2010. Serfling (2014) encontrou que gestores mais velhos estão associados a menor volatilidade no retorno

das ações da firma que opera. Ele também encontrou que gestores mais velhos investem menos em P&D, mantêm menor alavancagem, executam mais frequentemente investimentos que diversificam o risco dos fluxos de caixa da firma e mantêm um portfólio maior de produtos/operações. Em todos os casos, seus resultados apontam que, conforme o gestor envelhece, passa a preferir decisões menos arriscadas.

2.3 Mecanismos de Governança

Para Ward et al. (2009), mecanismos de governança (1) facilitam o monitoramento sobre as decisões do agente, ou (2) aumentam o incentivo de o agente tomar decisões estratégicas que maximizam o valor da firma. Esses autores argumentam que é a partir da combinação de mecanismos desses dois diferentes grupos que as firmas conseguem maximizar os benefícios da sua estrutura de governança.

A seguir, apresentam-se os principais mecanismos de governança, a saber: Estrutura de Propriedade, Estrutura do Conselho de Administração e Estrutura de Capital. Apesar de o Mercado de controle corporativo (*Market for corporate control*) ser usualmente retratado como mecanismo externo de governança (vide, por exemplo, Stulz, 1988), não se estuda esse mecanismo nessa tese. A razão é que a literatura prévia aponta que tal mecanismo é presente nos Estados Unidos, porém virtualmente ausente nos demais países. Por exemplo, Franks e Mayer (1996) não encontraram evidências de que *hostile takeovers* disciplina os gestores de empresas Britânicas. Ozkan e Ozkan (2004, p. 2166) também reconhecem que os gestores de empresas do U.K. enfrentam “*insufficient external market discipline*”. A relativa ausência desse mecanismo em países outros que os Estados Unidos também foi apontado por Denis e McConnell (2003). Logo, o Mercado de controle corporativo não será tratado ao longo desse capítulo.

Adicionalmente, a Compensação executiva (*managerial compensation*) também é considerada um elemento capaz de alterar os incentivos do gestor e, possivelmente, servir como mecanismo de governança (Jensen e Murphy, 1990). No entanto, percebeu-se ser inviável o estudo desse componente em uma amostra multi-país como a estudada por essa tese. Primeiro, como Abowd e Bognanno (1995) sugerem, não há uma definição única, entre países, dos componentes dos pacotes de compensação dos gestores e existe

uma considerável e importante variação entre-país nos preços dos componentes dos pacotes, de forma que um determinado componente pode ter valor significativo em um país e não em outro. Logo, a qualidade das inferências dos efeitos dessa variável nos incentivos dos gestores depende criticamente desses fatores. Além disso, a falta de uma base de dados que consolide essa variável em empresas de diversos países inviabiliza um estudo mais detalhado acerca desse mecanismo. Dessa forma, também não se tem nessa tese a discussão e o estudo da compensação executiva como mecanismo de governança corporativa.

2.3.1 Estrutura de Propriedade

Propriedade do gestor

Já em Jensen e Meckling (1976), tem-se que a estrutura de propriedade da firma é um mecanismo que alinha os interesses dos gestores aos dos acionistas. Essencialmente, o desalinhamento de interesses surge da separação entre capital e controle. Na medida em que a separação decresce, o conflito também decresce. No limite, segundo a lógica de Jensen e Meckling (1976), se não houver separação entre capital e controle, não há conflito de agência. Tal situação ocorre quando o gestor de uma empresa é também detentor de 100% de seu capital e a propriedade da empresa é totalmente concentrada no indivíduo que também exerce as funções de gestor.

Parte da literatura prévia argumenta que, na medida em que os gestores passam a deter mais ações da firma, eles passam também a arcar com maiores parcelas do custo de expropriação de sua riqueza (Demsetz e Lehn, 1985). O aumento desse custo diminui os incentivos à expropriação e alinha suas preferências às dos acionistas. Se assim for, o principal desdobramento de Demsetz e Lehn (1985) é que a propriedade gerencial apresenta associação positiva com melhores decisões de investimento e potencialmente leva a maior valorização da firma. Sob essa ótica, a relação entre propriedade gerencial e conflito de agência é decrescente. Essa relação é costumeiramente chamada de *hipótese do alinhamento da propriedade gerencial* (Florackis e Ozkan, 2009).

No entanto, Morck et al. (1988) argumentam que altas proporções de ações possuídas pelo gestor aumentam sua capacidade de influenciar os processos decisórios da firma e, por consequência, sua capacidade de expropriação da riqueza dos demais acionistas. Em particular, os autores sugerem que gestores com alta propriedade acionária facil-

mente se tornam entrincheirados e dificilmente são substituídos (ainda que gestores alternativos e mais bem qualificados estejam disponíveis no mercado). Sob essa ótica a relação entre propriedade gerencial e conflito de agência é não-linear: inicialmente, a propriedade do gestor alinha seus interesses aos dos acionistas; porém, em altos níveis de propriedade, o gestor se entrincheira no controle da firma. Costumeiramente, a relação positiva entre propriedade gerencial e conflito de agência (que ocorre em altos níveis de propriedade gerencial) é chamada de *efeito entrincheiramento da propriedade gerencial* (Miguel, Pindado e de la Torre, 2004).

Alguns autores relatam ainda a possibilidade de que em altíssimos níveis de propriedade acionária, os gestores voltam a ter seus interesses alinhados aos dos acionistas. Isso ocorre a partir do ponto em que sua riqueza pessoal está devidamente concentrada na empresa e os gestores são também o principal (ou um dos principais) acionista(s). Em casos assim, aumentos de propriedade estão potencialmente associados a decisões que estão de acordo com as preferências dos acionistas. Novamente, no limite em que o gestor possuir 100% das ações da firma, o conflito de agência é mínimo (Jensen e Meckling, 1976). Tal possibilidade sugere relação cúbica entre propriedade gerencial e conflito de agência (Morck et al., 1988, Miguel et al., 2004).

Uma característica desses trabalhos é a utilização empírica do valor da firma (ou variáveis contábeis de performance) como variável dependente. Em geral, os autores utilizam Q de Tobin para medir a eficiência das decisões gerenciais sob diferentes níveis de propriedade gerencial e associam-no a conflitos de agência. Os conflitos de agência são descritos de forma genérica, porém os autores comumente remetem sua discussão ao problema do entrincheiramento (Morck et al., 1988, Miguel et al., 2004). Logo, em níveis altos (se a associação encontrada é *U-shaped*) ou em níveis intermediários (se a associação encontrada é cúbica) de propriedade gerencial, assume-se que os gestores estão entrincheirados. Uma representação da relação cúbica esperada entre propriedade do gestor e valor da firma é representada na figura a seguir.



Figura 2 - Relação entre Propriedade acionária do gestor e Valor da firma.

Concentração de propriedade

Além da propriedade acionária do gestor, a presença de um investidor externo concentrado é um elemento fundamental da Governança e dos conflitos de agência (Shleifer e Vishny, 1986, 1997). Para demonstrar a importância de um investidor concentrado, Shleifer e Vishny (1986) apresentam o seguinte exemplo. Existe uma firma cujo gestor tenta maximizar seu valor, porém o faz de forma imperfeita. Existe um acionista que possui α ações da firma e um conjunto de outros acionistas considerados atomísticos que possuem o restante $1 - \alpha$ das ações. Os acionistas percebem que o gestor toma decisões operacionais sub-ótimas e que sua substituição aumentaria o valor da firma. O gestor, por sua vez, prefere manter sua posição no controle e, assim, age de forma a aumentar o custo de um *takeover* pelo controle da firma.¹⁷ Shleifer e Vishny (1986) assumem que, nesse cenário, se um *takeover* pelo controle da empresa é concluído, o novo controlador troca o gestor atual por um alternativo, o que leva a um aumento do valor da firma devido a melhores decisões operacionais feitas pelo novo gestor.

Entretanto, ainda que o *takeover* não ocorra, Shleifer e Vishny (1986) demonstram que, conforme o número de ações possuídas por um único acionista α aumenta, ocorre a diminuição do prêmio do *takeover*. A razão é que com o aumento de α , há um número menor de acionistas atomísticos e, assim, menor assimetria de informação sobre o preço justo da firma pós-*takeover*. Isso leva à diminuição do prêmio de *takeover* e aumenta a probabilidade de a troca de controle ocorrer. Ainda que o *takeover* não ocorra, o aumento de α aumenta também o valor da firma. Partindo do princípio de que o valor da firma é a soma (1) do valor esperado dos projetos de investimentos executados

¹⁷Embora Shleifer e Vishny (1986) não tenham citado de forma explícita o nome do conflito de agência em questão, sua descrição remete ao conflito do entrincheiramento. Eles elaboraram com mais clareza esse conflito em Shleifer e Vishny (1989).

pelo atual gestor, e (2) do valor esperado das melhorias operacionais a serem obtidas através dos projetos de investimento a serem executados pelo novo gestor; o aumento da probabilidade do *takeover* aumenta o segundo componente e, então, aumenta o valor da firma. Se assim for, o aumento da concentração acionária α nas mãos de um único acionista tem um efeito positivo no valor da firma.

Outra forma de ilustrar os benefícios da concentração acionária é que, na medida em que um único acionista aumenta sua participação acionária na firma, maiores parcelas dos custos de agência recaem sobre a riqueza, presente e futura, desse acionista (Demsetz e Lehn, 1985). Com maior parcela de sua riqueza sujeita a conflitos de interesse, o benefício de monitorar os gestores e participar efetivamente da gestão da firma aumenta. Em geral, a literatura anterior sugere que a presença de um investidor concentrado diminui o *free-rider problem*¹⁸ e aumenta o monitoramento sobre as decisões gerenciais. No limite, acionistas com mais de 50% do direito a voto podem forçar os gestores a respeitar suas preferências (Shleifer e Vishny, 1986, 1997, Brown, Beekes e Verhoeven, 2011).

Se o acionista concentrado faz prevalecer suas preferências, é razoável assumir que os conflitos de agência descritos no item anterior irão diminuir (Denis e McConnell, 2003). A literatura anterior usualmente corrobora essa visão. Na presença de um investidor concentrado, o consumo de perquisites por parte do gestor é menor (Florackis, 2008). A manutenção de liquidez em excesso também é menor (Ozkan e Ozkan, 2004). Além disso, acionistas concentrados têm meios de forçar os gestores a executar investimentos de maior risco (maior risk-taking) (Faccio et al., 2011). Também conseguem monitorar mais efetivamente as decisões de investimento da firma e evitar o entrincheiramento (Shleifer e Vishny, 1997).

Em altos níveis de concentração de propriedade, contudo, cresce a capacidade de o acionista concentrado expropriar os acionistas minoritários (Shleifer e Vishny, 1997). Principalmente em países em que proteção aos acionistas é baixa, altos níveis de concentração de propriedade facilitam que o acionista concentrado exproprie a riqueza da

¹⁸Suponha-se que a estrutura de propriedade de uma firma seja dispersa de modo que nenhum acionista detenha mais que a mínima quantidade de ações necessária para ser acionista, por exemplo, um percentual γ (no limite, γ é igual ao percentual representado por 1 ação). A riqueza individual dos acionistas é de $\gamma * p$ em que p é o preço de mercado das ações da firma. Supondo-se que M seja o custo de monitorar as decisões do gestor da firma e que o monitoramento (ao custo de M) está associado a um aumento de $p'' - p'$ no preço das ações da firma. Se M for maior que o aumento da riqueza individual de cada acionista provocada pelo monitoramento ($\gamma * (p'' - p')$), então todos os acionistas terão incentivo a *free-ride* e a não monitorar os gestores.

firma via *tunneling* ou transações com partes relacionadas (Faccio, Lang e Young, 2001, Young et al., 2008, Djankov, La Porta, Lopez-de Silanes e Shleifer, 2008b, Huyghebaert e Wang, 2012). Empiricamente, por exemplo, Miguel et al. (2004) encontraram que a concentração de propriedade acima de 87% leva a diminuição do valor de firmas Espanholas de capital aberto.

Além da estrutura de propriedade, a estrutura do controle da firma também é um importante componente da relação entre concentração de propriedade e governança (La Porta, Lopez-De-Silanes e Shleifer, 1999, Claessens, Djankov e Lang, 2000, Dyck e Zingales, 2004). Através do uso de estruturas tais como pirâmides, *circular-holdings* ou emissão de ações sem direitos a voto, acionistas concentrados podem inflar seu controle sobre a firma (*control rights*) sem aumentar sua propriedade (*cash flow rights*). Como resultado, acionistas com concentração de controle têm incentivos e preferências distintas de acionistas com concentração de propriedade (Claessens et al., 2000, Aslan e Kumar, 2012).

Para ilustrar esse ponto, utiliza-se a figura a seguir.

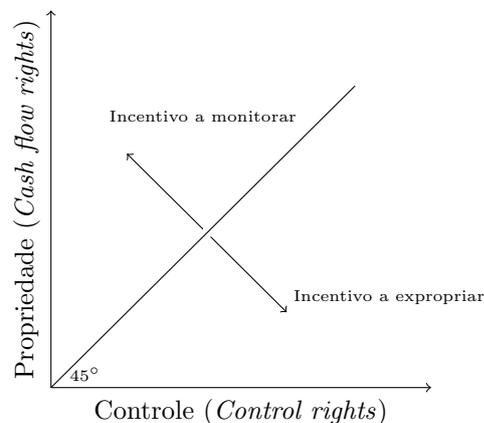


Figura 3 - Relação entre *Control rights* e *Cash flow rights*.

Imagine um acionista que detém $\alpha_c\%$ do controle (*Control rights*) de uma firma e $\alpha_p\%$ de seus direitos a fluxo de caixa (*Cash flow rights*). Na figura, apresenta-se a associação entre esses componentes. A reta de 45° representa o caso em que *Control rights* e *Cash flow rights* são iguais (i.e. $\alpha_c = \alpha_p$). Em um caso assim, o acionista tem controle sobre a mesma parcela de ativos pelas quais tem propriedade. Os incentivos do acionista são determinados pelo percentual α , tal qual descrito em Demsetz e Lehn (1985) e Shleifer e Vishny (1986). Em geral, quanto maior α , maior é sua propensão

a monitorar o gestor, mas também maior é a sua capacidade de expropriar os recursos da firma. No caso mais extremo, a perda máxima desse acionista, em virtude da expropriação, será igual ao valor investido na firma e será proporcional a α_p .

Imagine agora, que o acionista detenha mais *Control rights* que *Cash flow rights* (i.e. $\alpha_c > \alpha_p$). Esse caso é representado pela região abaixo da reta de 45°. Em um cenário assim, o acionista tem mais controle sobre os ativos da firma que sua propriedade. Para um determinado α_c , um menor α_p amplia seu incentivo à expropriação, uma vez que o “custo” associado à expropriação (proporcional a α_p) é menor. No caso extremo, a perda máxima devido à expropriação é dado pelo valor financeiro investido na firma (proporcional a α_p). Se um indivíduo possui $\alpha_c > 0$ e $\alpha_p = 0$, seu incentivo a monitorar os recursos da firma é virtualmente nulo (nesse caso em particular, independe de α). Esse efeito é representado na figura pela reta localizada abaixo da reta de 45°.

Por sua vez, para um determinado α_c , maior α_p aumenta a perda associada à expropriação dos ativos da firma. Esse aumento amplia o incentivo desse investidor a monitorar a firma. No caso extremo, um indivíduo com $\alpha_p = 100\%$, mas com $\alpha_c = 0\%$ deverá monitorar o máximo possível o indivíduo que detém o controle da firma (seja o gestor ou outro acionista). Esse efeito é representado na figura pela reta localizada acima da reta de 45°.

Em resumo, além do nível de concentração de propriedade em si (i.e. α), a diferença relativa entre α_c e α_p também influencia os incentivos do acionista concentrado. A literatura anterior usualmente chama essa diferença de *wedge of control* (Claessens et al., 2000, Faccio e Lang, 2002) e apresenta evidências de que essa é associada ao valor dos benefícios privados do controle (Nenova, 2003), à estrutura de capital (Aslan e Kumar, 2012), ao valor da firma (Claessens, Djankov, Fan e Lang, 2002, Lin, Ma, Malatesta e Xuan, 2011) e que varia em função do ambiente institucional em que a firma opera (Aslan e Kumar, 2014). Com base nesses trabalhos, essa tese tratará (1) concentração de propriedade, (2) concentração de controle, e (3) *wedge of control* de formas distintas.

2.3.2 Conselho de Administração

Nas companhias de capital aberto, a responsabilidade de definir os objetivos estratégicos da firma e monitorar as decisões gerenciais cabe, usualmente, ao conselho de administração (Fama e Jensen, 1983b, Adams, Hermalin e Weisbach, 2010). Tal conselho é

formado por indivíduos geralmente apontados pelos acionistas que mantêm ações com direito a voto (Fama, 1980). Conselhos são estruturados de forma a auxiliar nas decisões estratégicas da firma mas também para maximizar seu monitoramento sobre os gestores e, assim, proteger os interesses dos acionistas (Hart, 1995, Dalton, Hitt, Certo e Dalton, 2007).

Em princípio, membros do conselho monitoraram e confrontam regularmente as decisões dos gestores. Porém, Adams et al. (2010) sugerem que é improvável que membros do conselho consigam ser vigilantes de todas as decisões gerenciais, e detectar perfeitamente más decisões. Apesar disso, eles argumentam que membros do conselho exercem pressão indireta de monitoramento através da escolha de auditores, solicitação de disclosure e revisão das práticas contábeis exigidas na firma.

No modelo de Hermalin (2005), membros do conselho podem obter utilidade da atividade de monitoramento. Para o autor, a função principal do conselho é decidir pela contratação e/ou desligamento dos gestores. Essa função garante ao conselho uma *opção de troca* do gestor: o conselho tem o direito, não a obrigação, de trocar o gestor, caso ele apresente baixa performance. Para Hermalin (2005), a performance de cada gestor depende diretamente da sua habilidade, porém há assimetria de informação acerca da verdadeira habilidade de cada gestor. Conseqüentemente, o conselho contrata o gestor com a maior habilidade percebida. Um desdobramento do modelo de Hermalin (2005) é que, se não há alterações acerca da habilidade percebida dos gestores, não há a substituição do gestor, pois o gestor em atividade é aquele com a maior habilidade inicialmente percebida. Nesse contexto, se não há troca de gestores, a opção de trocar o gestor tem valor zero para os membros do conselho. Por outro lado, alterações na habilidade percebida do gestor garantem valor positivo à opção de troca que o conselho tem e, em última análise, garantem valor à existência do próprio conselho—que, naturalmente, beneficia seus membros. Hermalin (2005) assume que é a partir do monitoramento dos gestores que o conselho consegue atualizar sua percepção acerca de suas habilidade e, assim, criar valor para sua opção de troca e justificar sua própria existência na organização da firma.

Hart (1995) afirma, contudo, que os incentivos individuais dos membros do conselho que determinam seu grau de envolvimento com as atividades de monitoramento. Ele sugere que esses incentivos são alterados conforme os benefícios e facilidade incorridos

no próprio ato de monitorar. No trabalho de Raheja (2005), por exemplo, o incentivo a monitorar está associado aos benefícios que o membro do conselho obtém pela maior performance que a firma terá em função de seu monitoramento. Para esse autor, membros que se beneficiam mais do aumento de performance da firma terão incentivos maiores a monitorar as decisões tomadas pelos gestores e diminuir seu consumo de perquisites. Nesse particular, a propriedade acionária é talvez o principal mecanismo que aumenta o incentivo dos membros do conselho de monitorar o gestor (Raheja, 2005). Jensen (1993) concorda com essa visão e também afirma que a concentração acionária nas mãos de membros do conselho lhes fornece melhores incentivos ao monitoramento. Sua ideia é que aumentos de propriedade aproximam os incentivos dos membros do conselho aos dos acionistas: maximizar o valor da firma.

Hart (1995) também sugere que a composição do conselho de administração altera seu incentivo ao monitoramento. Há dois tipos usuais de membros que combinados compõem o conselho: i) aqueles que mantêm posição executiva na firma (membros internos); e ii) aqueles sem posição executiva na firma (membros independentes). Esses membros, em geral, possuem incentivos distintos (Fama, 1980, Adams et al., 2010). Por um lado, membros internos, devido à sua proximidade com os demais executivos, têm poucos incentivos a serem rigorosos no monitoramento (Jensen e Meckling, 1976, Fama e Jensen, 1983a, Hart, 1995). Nas palavras de Hart (1995, p. 682) “*it would hardly be reasonable to expect the executive directors to monitor themselves*”. Por outro lado, em geral, um membro independente não possui relação com a empresa outra que sua posição no conselho, e seu principal benefício em ser membro é aumentar seu capital humano pessoal (Weisbach, 1988). Logo, membros externos estão particularmente interessados em evitar mau desempenho da empresa em que são conselheiros para evitar perda de sua reputação e do seu capital humano. Consequentemente, esses membros têm incentivos maiores às atividades de monitoramento.¹⁹

¹⁹Um contraponto a essa visão é apresentada por Fama (1980) que sugere que a falta de conhecimento especializado acerca das operações da firma faz que membros independentes sejam menos influentes que membros internos. Além disso, membros independentes se envolvem menos com as atividades da firma, têm menos tempo disponível e menos informação para tomar decisões operacionais (Hart, 1995, Florackis e Ozkan, 2009).

2.3.3 Estrutura de Capital

A associação entre estrutura de capital e conflitos de agência é também apresentada em Jensen e Meckling (1976). Como destacado anteriormente, quando o gestor possui menos de 100% das ações da firma, seu incentivo de proceder a atividades que não necessariamente maximizam o valor da firma aumenta. Os benefícios dessas atividades são usufruídos pelo gestor, porém os custos são repartidos com os demais acionistas. Tal intuição origina o clássico conflito de agência das ações (*agency cost of outside equity*). Em geral, no contexto dos autores, maiores níveis de propriedade nas mãos dos gestores diminuem o conflito de interesses junto aos acionistas externos.

É fácil perceber que, nesse cenário, o nível de dívida da firma altera o grau do conflito de interesses entre gestor e acionistas. Mantendo constante o valor da firma e o valor investido pelo gestor na firma, o aumento do endividamento aumenta a proporção de ações possuídas pelo gestor. Isto é, para um valor fixo de investimento do gestor na firma, a substituição de capital próprio por capital de terceiros aumenta a fração de propriedade acionária do gestor na firma. Consequentemente, no contexto de Jensen e Meckling (1976), há a diminuição do conflito de agência.

Além de alterar o quociente capital de terceiros sobre capital próprio, o aumento do endividamento pode alterar também os incentivos e preferências dos agentes. Por exemplo, Grossman e Hart (1982) apresentam um modelo de investimento em que a possibilidade de ir à bancarrota influencia o comportamento dos gestores. Grossman e Hart (1982) argumentam que os gestores obtêm utilidade através de fatores não-maximizadores de lucro, como, por exemplo, consumo de perquisites. Em função de não maximizarem o lucro da firma, esses fatores aumentam seu risco de falência. Naturalmente, se a firma vai à liquidação, os gestores perdem toda utilidade extraída desses fatores. Nesse contexto, Grossman e Hart (1982) sugerem que, se a liquidação da firma é particularmente prejudicial à utilidade do gestor, fatores que aumentem o risco de falência da firma deverão ser compensados por fatores que diminuam esse risco. Especificamente, eles sugerem que o aumento do risco de falência provocado por aumentos do endividamento incentiva os gestores a tomar decisões mais eficientes e maximizadoras de valor.²⁰

²⁰ Outra possível interpretação do argumento de Grossman e Hart (1982) pode ser feita da seguinte forma. Considere que os gestores buscam um nível ótimo de risco de falência. Do ponto de vista do gestor, fatores que afastem a firma do nível ótimo deverão ser compensados por fatores que a reproximem desse nível. No caso específico tratado, o aumento do endividamento afasta a firma

Por sua vez, Jensen (1986) destaca que a emissão de dívida diminui a discricionariedade do gestor sobre os fluxos de caixa livre da firma. O autor cita que, na presença de fluxos de caixa livre, os gestores têm o incentivo a utilizá-los em atividades ineficientes e que diminuem o valor da firma. A partir da contratação de dívida, os credores podem “forçar” os gestores a lhes devolver os recursos. Conseqüentemente, o endividamento diminui os problemas associados à discricionariedade gerencial.

Em seu modelo, Stulz (1990) utiliza intuição semelhante a Jensen (1986). Ele parte do princípio que os gestores sempre têm preferência por investir mais, ainda que em projetos com valor presente negativo. Stulz (1990) considera que os gestores estão sempre requerendo dos acionistas mais capital para investir e que todo fluxo de caixa obtido pela empresa é reinvestido. Os acionistas, porém, não conseguem distinguir se os gestores precisam verdadeiramente de capital extra para investir. Como resultado, os acionistas não acreditam nos gestores quando esses verdadeiramente precisam de capital, o que os impossibilita de investir, mesmo em projetos com valor presente positivo. Nesse contexto, Stulz (1990) sugere que o endividamento diminui a assimetria de informação entre gestores e acionistas. A ideia é que, na presença de dívidas, os acionistas podem confiar nos pedidos de capital feito pelos gestores. Isso ocorre porque, na presença de dívidas “*Management’s commitment is credible because if it cannot repay the debt [...], the firm is bankrupt*” (Stulz, 1990, p. 12).

Já Harris e Raviv (1990) partem do princípio de que os gestores preferem sempre manter a firma operando, ainda que sua liquidação seja a decisão ótima. Em seu modelo, gestores são sempre contrários a fornecer aos investidores informações que justifiquem o início de um processo de liquidação da firma. Os acionistas reconhecem que os gestores omitem esse tipo de informação e utilizam o nível de endividamento como fonte alternativa de informação sobre a firma. Harris e Raviv (1990) assumem que os acionistas são os agentes que decidem o nível de endividamento da firma. Já os credores utilizam seus direitos legais para exigir informações e, caso necessário, forçam a liquidação. Além da premissa inicial de que gestores preferem sempre a continuidade da firma, o interessante do modelo de Harris e Raviv (1990) é que o endividamento gera informação sobre a firma de duas formas. Por um lado, considerando que os fluxos de caixa da firma não são observáveis, os investidores interpretam como um sinal positivo

do nível ótimo (i.e aumenta o risco de falência); logo, gestores deverão, por exemplo, diminuir seu consumo de perquisites para reaproximar a firma do nível desejado.

sempre que a firma paga sua dívida. Como resultado, eles revisam positivamente suas perspectivas sobre a qualidade do gestor. Por outro lado, se a firma não pagar sua dívida, os credores darão início ao processo judicial para recuperação de sua riqueza. Ao longo desse processo judicial, produz-se informações sobre a verdadeira qualidade dos projetos da firma e sobre a qualidade de o gestor administrar eficientemente esses projetos. Nos dois casos, Harris e Raviv (1990) destacam que o aumento do endividamento aumenta a quantidade de informação que os gestores têm da firma.

Maturidade do endividamento

Além do montante da dívida, sua maturidade também está associada a conflitos de agência. Por exemplo, Myers (1977) sugere que empresas financiadas simultaneamente por ações e dívidas com risco podem deixar passar investimentos com valor presente positivo. Considere uma firma com um nível fixo de dívida arriscada emitida. Dado sua estrutura de capital, a firma tem um determinado risco de falência. A firma possui uma oportunidade de investimento com valor presente positivo. Myers (1977) trata essa oportunidade como uma *opção* de investimento que tem uma data para expirar. O investimento pode ser totalmente financiado com capital próprio. Myers (1977) sugere que caso a empresa execute o projeto de investimento, uma parcela do valor desse investimento é capturado pelos credores atuais. Isso ocorre porque, com os fluxos de caixa positivos do projeto, a riqueza dos credores fica mais bem protegida e o risco de falência da firma diminui. Se (i) a dívida arriscada vencer após a opção de investimento expirar, e (ii) o valor capturado pelos credores atuais for significativamente grande; então a firma tem o incentivo a não executar esse projeto de investimento. Se, por outro lado, a dívida arriscada vencer antes de a opção expirar, então a firma deverá executar o investimento. Myers (1977) sugere que, nesse contexto, o valor da firma é máximo quando a empresa não tem dívidas emitidas. Na existência de dívidas, no entanto, o valor da firma é maior quando as dívidas são de curto prazo.

Segundo Barnea et al. (1980), emitir dívidas de curto prazo pode também diminuir os custos de agência associados ao problema de substituição de risco. Os autores utilizam a teoria de opções de Black e Scholes (1973) e demonstram que a dívida de curto prazo é menos sensível a variações nos fluxos de caixa dos projetos executados pela firma. Se a firma tiver apenas dívida de curto prazo emitida, ainda que os gestores

decidam executar um projeto mais arriscado que o originalmente proposto, a perda dos credores é pequena, visto que as variações do preço da dívida são também pequenas. Se assim for, Barnea et al. (1980) sugerem que esse problema de agência é menor quanto menor for o prazo das dívidas emitidas.

Outro ponto que associa maturidade do endividamento e problemas de agência é levantado por Datta et al. (2005). Os autores afirmam que se os gestores possuem informações privilegiadas sobre bons projetos de investimentos que a firma tem, então eles deverão preferir a dívida de curto prazo. A razão é que dívidas de curto prazo estão associadas a menor discricionabilidade dos gestores. Logo, ao tomar emprestado recursos de curto prazo, os gestores se comprometem a não utilizar os fluxos de caixa da firma em atividades ineficientes. Os investidores interpretam tal decisão como sinal de que os incentivos dos gestores estão alinhados aos dos acionistas. Além disso, a dívida de curto prazo aumenta e facilita o monitoramento de agentes externos, devido à necessidade constante de renovação do capital tomado. Logo, ao se submeter a revisões constantes, os gestores também sinalizam aos investidores seu alinhamento com a maximização do valor da firma.

2.4 Proteção aos Investidores

A função principal dos mercados de capitais é de aproximar investidores e empreendedores para o financiamento e execução de empreendimentos economicamente viáveis. Para o bom funcionamento desses mercados, no entanto, seus participantes precisam que seus direitos estejam legalmente protegidos. Em geral, o ambiente institucional é referenciado como o conjunto de normas, regras e instituições capazes de fornecer proteção legal aos participantes desses mercados (Aguilera et al., 2015). Tradicionalmente, essas normas e regras de proteção são vistas como o principal *input* que determina o tamanho e organização dos mercados de capitais e um importante catalisador do desenvolvimento econômico (La Porta et al., 1998).

Do ponto de vista dos investidores, ativos financeiros, ação e dívida, lhes garantem direitos previamente determinados. Em geral, ações dão a seus possuidores a prerrogativa de, através da nomeação de membros do conselho de administração, interferir na

gestão da firma. As dívidas dão aos credores direito à parcela dos fluxos de caixa futuros gerados pela firma. A abrangência e a qualidade da garantia desses direitos são o componente mais fundamental da proteção dos investidores (La Porta et al., 1998). De forma simplificada, quanto maior o número de direitos e quanto mais bem qualificados forem os direitos dos investidores, melhor será a proteção de sua riqueza e maior sua propensão a financiar a firma.

As primeiras medidas de proteção aos investidores foram introduzidas por La Porta et al. (1998). Em seu artigo intitulado *Law and Finance*, os autores apresentaram os índices seminais de proteção aos acionistas e ao credores em nível de país: *Antidirector rights* e *Creditors rights*. Diversos estudos empíricos utilizam esses índices como medidas de proteção aos investidores (exemplos são os trabalhos de Dittmar et al. (2003), Kalcheva e Lins (2007) e Acharya, Amihud e Litov (2011)). Porém, recentemente, Schiehl e Martins (2016) observaram que diversos autores têm utilizado índices mais recentes, tais quais os de Djankov et al. (2008b), Djankov, McLiesh e Shleifer (2007) e os elaborados pelo projeto internacional *Doing Business*. Por brevidade, deixa-se a apresentação pormenorizada desses diversos outros índices para o Apêndice A dessa pesquisa (em inglês). A seguir, discutem-se as relações esperadas entre a proteção aos investidores—acionistas e credores—e os conflitos de agência estudados por essa tese.

2.4.1 Proteção aos Investidores & Conflitos de Agência

Perquisites

Proteção aos acionistas minoritários Acionistas (particularmente, acionistas minoritários) não têm garantias do retorno de seu investimento na firma (Jensen e Meckling, 1976, Shleifer e Vishny, 1997). Ainda que esporadicamente recebam dividendos, se os projetos da firma não retornarem o previamente esperado, os acionistas podem ficar virtualmente sem riqueza. Acionistas também não têm o direito de exigir colateral sobre ativos específicos nem têm data certa para a liquidação do seu capital investido. Sobretudo em empresas novas e com incertezas relacionadas à viabilidade futura dos projetos, o investimento dos acionistas minoritários é especialmente arriscado. Ainda mais importante, os custos de agência decorrentes da expropriação, consumo de perquisites ou decisões ineficientes dos gestores recaem, majoritariamente, sobre a riqueza dos acionistas (Shleifer e Vishny, 1997, La Porta, Lopez-de Silanes, Shleifer e

Vishny, 2000, Djankov et al., 2008b).

Shleifer e Vishny (1997) afirmam que o principal direito dos acionistas é de, através do seu voto, escolher os membros do conselho de administração para, a partir desses membros, definir a política e tomar decisões de investimento da firma. Eles afirmam que é a partir dos membros do conselho que os acionistas conseguem extrair dividendos e assim evitar que sua riqueza seja completamente expropriada pelo gestor. Para eleger os membros do conselho, os acionistas utilizam seu direito a voto; que, então, passa a ser mecanismo primordial para que seus interesses sejam protegidos e respeitados (Shleifer e Vishny, 1997, La Porta et al., 2000).

Exercer suas preferências pelo exercício do voto, no entanto, é custoso para os acionistas (Shleifer e Vishny, 1997). Em países com instituições legais fracas ou subdesenvolvidas, o direito dos acionistas ao voto é muitas vezes infringido ou desrespeitado. Sem a capacidade de exercer as preferências pelo voto, torna-se fácil para o gestor expropriar a riqueza dos acionistas ao ponto em que estes podem virtualmente perder todo seu investimento na firma. Sem a devida proteção legal, também é fácil que os gestores, em detrimento das preferências dos acionistas, persigam as suas preferências particulares em relação, por exemplo, às políticas de investimento e de financiamento da firma (Dittmar et al., 2003, Acharya et al., 2011).

É fácil perceber, então, que a qualidade da proteção dos direitos dos acionistas minoritários é fator essencial para seu incentivo a investir nos projetos da firma, em particular, e para o bom funcionamento do mercado de capitais, em geral (La Porta, Lopez-de Silanes, Shleifer e Vishny, 2002). Nesse quesito, a literatura anterior parece convergir e usualmente indica que a proteção aos acionistas tem o efeito primário de mitigar a expropriação dos recursos da firma e o consumo de perquisites por parte do gestor (La Porta et al., 2000, 2002, Djankov et al., 2008b).

Proteção aos credores Por sua vez, um contrato de dívida tradicionalmente envolve duas partes principais, um prestador (credor), que fornece o capital a ser aplicado, e um tomador, que aplica o capital emprestado. Para Shleifer e Vishny (1997) e La Porta et al. (1998), os tomadores de capital pagam os credores unicamente porque esses têm a prerrogativa de requisitar colateral e de requerer legalmente seus bens.

Em geral, caso ocorra o não-pagamento de um contrato de dívida, surge a possibil-

idade de os credores requisitarem legalmente o reparo de suas perdas e, consequentemente, surge a necessidade de uma terceira parte (tribunal ou corte) agir. Essa parte é responsável por forçar o cumprimento do contrato de dívida e executar a compensação previamente acordada entre o credor e o tomador—no caso dessa pesquisa, as firmas (Djankov et al., 2003). Shleifer e Vishny (1997) sugerem que a existência dessas partes aumenta a proteção dos credores contra a expropriação do seu capital e que a prerrogativa de recorrer a elas dá aos credores a possibilidade de disciplinar *ex ante* e/ou de interferir *ex post* nas decisões gerenciais. Como resultado, Shleifer e Vishny (1997) e Acharya et al. (2011) sugerem que essa prerrogativa dos credores impinge ao gestor maior monitoramento sobre suas decisões e maiores custos de falência à firma. Sob maior monitoramento ao gestor e maiores custos de falência da firma, Shleifer e Vishny (1997) sugerem que há, potencialmente, a diminuição do consumo de perquisites pelo gestor. Essa interpretação, em particular, sugere que a proteção ao acionista e ao credor podem atuar como substitutos no que se refere ao consumo de perquisites pelo gestor.

Liquidez

Proteção ao acionistas minoritários: Para Dittmar et al. (2003), a razão primária para que proteção aos acionistas esteja associado a decisões de liquidez são os custos de agência. Eles argumentam que acionistas que estão legalmente bem protegidos conseguem forçar os gestores a diminuir o nível de caixa mantido na firma. Dittmar et al. (2003) afirmam que os acionistas, nesses casos, demandam pagamentos frequentes de dividendos. Consequentemente, observa-se a diminuição da discricionariedade do gestor sobre esses ativos líquidos, de investimentos específicos que entrincheirem o gestor, do consumo de perquisites e da própria expropriação dos recursos da firma (Jensen e Meckling, 1976, Jensen, 1986, Shleifer e Vishny, 1989). Tudo o mais constante, Dittmar et al. (2003), então, afirmam que a maior proteção aos acionistas (medido pelo índice *Antidirector rights* de La Porta et al. (1998)) deverá estar associada a liquidez menor. Sua análise de empresas de 45 países confirmaram essa hipótese.²¹

²¹Dittmar et al. (2003) testaram também a hipótese de que as firmas mantêm liquidez maior em países com baixa proteção aos acionistas porque, nesses países, os mercados financeiros são menos desenvolvidos (La Porta et al., 1998). Para diminuir a probabilidade de que não conseguirão executar investimentos com valor presente líquido positivo, essas firmas mantêm mais liquidez. Seus resultados empíricos, no entanto, largamente refutam essa hipótese e corroboram a explicação da teoria de agência mencionada.

Kalcheva e Lins (2007) estenderam o trabalho de Dittmar et al. (2003) e investigaram se a proteção aos acionistas (*Antidirector rights* de La Porta et al. (1998)) e o nível de entrincheiramento do gestor, conjuntamente, estão associados com decisões de liquidez. Para Kalcheva e Lins (2007), gestores entrincheirados preferem manter maior liquidez. Porém, a habilidade de o gestor manter seu nível desejado de liquidez depende do nível de proteção ao acionista, tal que maior *Antidirector rights* leva a menor liquidez. Seus resultados parcialmente suportaram esse argumento e indicaram que, embora *Antidirector rights* não tenha apresentado associação direta significativa com liquidez, a interação entre esse índice de proteção ao acionista e entrincheiramento foi significativa. Em particular, gestores entrincheirados mantêm mais liquidez em países com baixa proteção ao acionista que em países com alta proteção. Utilizando valores extremos do índice, Kalcheva e Lins (2007) demonstram que quando *Antidirector rights* é igual a 1, gestores entrincheirados mantêm 31% mais liquidez que gestores não-entrincheirados. Quando o índice é igual a 5, a diferença cai para quase 0%.

Recentemente, porém Harford, Mansi e Maxwell (2008) encontraram que empresas Americanas com melhor proteção aos acionistas (medido pelos índices de Gompers et al. (2003) e de Bebchuk et al. (2009)) apresentam maior liquidez. Esse resultado destacadamente vai de encontro aos de Dittmar et al. (2003) e Kalcheva e Lins (2007). Harford et al. (2008) argumentam que gestores de empresas Americanas já estão submetidos a alta proteção aos acionistas no nível-país, e que mesmo empresas com baixa proteção aos acionistas têm de cumprir requisitos legais que diminuem a discricionariedade do gestor e favorecem os acionistas. Nesse ambiente, Harford et al. (2008) sugerem que gestores de empresas com baixa proteção aos acionistas preferem (sobre)investir prontamente os recursos da firma, ainda que em projetos com baixo retorno. Isso ocorre porque, do ponto de vista dos acionistas, a qualidade dos projetos de investimentos executados não é diretamente observável, ao passo que ativos líquidos são facilmente observáveis e prontamente incitam os acionistas a exigir pagamento de dividendos. Logo, o gestor se beneficia do investimento “rápido” desses recursos. Desse modo, Harford et al. (2008) sugerem que o valor médio da liquidez observada em firmas com baixa proteção em um período em particular poderá ser menor que o das demais firmas. Sob essa intuição, proteção ao acionista e liquidez apresentariam associação positiva.

Ao contrário de Harford et al. (2008), Iskandar-Datta e Jia (2014) e Guney, Ozkan e Ozkan (2007) utilizaram uma amostra de empresas internacionais, porém seus resultados suportam os achados por Harford et al. (2008). Em particular, Iskandar-Datta e Jia (2014) encontraram, conjuntamente, que a proteção ao acionista (ao nível de país) está positivamente relacionada à liquidez e que gestores de empresas que operam em ambientes com baixa proteção dissipam os recursos da firma mais rapidamente em investimentos. Esse resultado também é contrário aos de Dittmar et al. (2003) e Kalcheva e Lins (2007) mas suporta diretamente os de Harford et al. (2008).

Proteção aos credores: Há também pelo menos duas motivações teóricas concorrentes que tentam explicar a associação entre a proteção aos credores e liquidez. Por um lado, Djankov et al. (2007) mostram que melhor proteção aos credores aumenta a disponibilidade de capital no mercado financeiro e aumenta a propensão de os credores financiarem as operações das firmas. Como resultado, as firmas poderiam manter liquidez menor, uma vez que, quando necessário, a probabilidade de que prontamente conseguirão financiamento externo é maior. Sob esse argumento, o aumento da proteção aos credores está associado à diminuição da liquidez.

Por outro lado, Acharya et al. (2011) e Guney et al. (2007) sugerem que maior proteção aos credores eleva os custos para a firma e aumenta a parte do valor da firma que é transferido para os credores caso a firma entre em processo de falência. Guney et al. (2007) inclusive sugerem que maior proteção ao credor aumenta o próprio risco de falência. Segundo esses autores, os gestores, frente a maior risco de falência, passam a tomar decisões mais conservadoras e mantêm maior nível de liquidez. Acharya et al. (2011) também demonstram que proteção ao credor diminui a demanda da firma por crédito, o que impacta negativamente na sua alavancagem. Se alavancagem e liquidez estão negativamente associadas (tal qual eles afirmam e Opler et al. (1999) e Dittmar e Mahrt-Smith (2007) sugerem), então proteção ao credor deve estar positivamente associada com liquidez (Yung e Nafar, 2014). Por fim, Guney et al. (2007) indicam que alta proteção aos credores aumenta seu poder de barganha e sugerem que eles preferem maior liquidez. Se assim for, Guney et al. (2007) também afirmam que proteção aos credores e liquidez terão associação positiva.

Empiricamente, a literatura anterior parece não convergir para o suporte de uma ou outra das hipóteses mencionadas. Por exemplo, Yung e Nafar (2014) analisaram

45.519 empresas de 57 países ao longo do período 1990-2010 (339.855 observações-ano) e encontraram associação positiva entre o índice de proteção ao credor de Djankov et al. (2007) e liquidez. Porém, Ferreira e Vilela (2004) estudando empresas de 12 países europeus entre 1987 e 2000 encontraram que maior nível de proteção ao credor está associado à menor liquidez. Por sua vez, Seifert e Gonenc (2016) analisaram 15.449 firmas de 47 países (95.537 observações-ano) entre 1996 e 2006 e encontraram que a proteção aos credores tem efeito direto negativo na liquidez. Contudo, ao interagirem o índice de proteção ao credor com as variáveis de Kaufmann, Kraay e Mastruzzi (2011) (*The Worldwide Governance Indicators*), eles encontraram que a interação têm sinal negativo e o índice de proteção ao credor passa a ter sinal positivo.

Risk-taking

Proteção ao acionistas minoritários: John et al. (2008) apresentam duas razões principais pelos quais eles esperam que a proteção aos acionistas minoritários esteja associada à tomada de mais risco por parte do acionista. Inicialmente, esses autores se baseiam no trabalho de Amihud e Lev (1981) e relembram que, embora esses investimentos não maximizem o valor da firma, os gestores preferem investimentos que diversificam o risco da firma devido ao que eles chamam de *career concerns*. Melhoras na proteção ao acionista e melhorias na capacidade de monitoramento do gestor pelos acionistas, no entanto, facilitam que os acionistas forcem os gestores a investir em projetos que, mais provavelmente, aumentarão o valor da firma. Como resultado, John et al. (2008) sugerem que melhor proteção ao acionista levará a execução de investimentos mais arriscados que aqueles que originalmente seriam escolhidos pelo gestor. Logo, a associação entre proteção ao acionista e risk-taking será positiva

Alternativamente, um argumento contrário—que sugere que a proteção ao acionista leva as firmas a tomar decisões de menor risco—pode ser construído utilizando como base as diferenças de fontes de capital utilizadas. John et al. (2008) afirmam que firmas que operam em países com baixa proteção ao acionista—devido à falta de profundidade e desenvolvimento do mercado de ações—utilizam mais amplamente o mercado de dívidas. Se credores preferem menor risco (vide discussão da seção anterior e do subitem a seguir), então a maior parcela de dívida utilizadas por firmas que operam sob baixa proteção ao acionista estará associado à decisões de investimento mais conservadoras e,

portanto, a menor risk-taking. John et al. (2008) afirmam, ainda, que países com menor proteção ao acionistas têm a característica de apresentar maior intervenção estatal na economia que, segundo os autores, preferem estabilidade social ou preservação de renda em detrimento da tomada de risco.²²

Empiricamente, John et al. (2008) analisaram aproximadamente 5.000 observações entre os anos 1992 e 2002 de empresas de 39 países. Eles mediram risco pela volatilidade do índice ROA (em nível de firma e ajustado pelo país) e mediram proteção ao acionistas pelos índices: 1) *Anti-director ritghts*, 2) *Rule of law*, e 3) *Accounting disclosure standards*. John et al. (2008) observaram que a melhor proteção aos direitos dos acionistas está positivamente relacionado à tomada de risco, no nível da empresa e do país. Em particular, o aumento de 1 desvio-padrão na medida de *Accounting disclosure standards* aumenta em torno de 8% a volatilidade do índice ROA. Resultados semelhantes foram encontrado com as demais medidas de proteção ao acionista e demais medidas de risk-taking.

Proteção aos credores: Acharya et al. (2011) elencam dois motivos pelos quais a proteção ao credor levará as firmas a tomarem decisões de investimentos mais conservadoras. Primeiro, o aumento da proteção ao credor aumenta também a probabilidade de a firma sofrer liquidação ineficiente em caso de descumprimento dos pagamentos da dívida. Em casos assim, para eles, a liquidação da firma ocorre ainda que sua continuidade maximize o valor dos acionistas. Em paralelo, eles afirmam que, caso a firma seja liquidada, há severos custos pessoais que são impostos aos gestores. Em ambos os casos, Acharya et al. (2011) sugerem que acionistas e gestores, a fim de mitigar esses custos envolvidos com o processo de liquidação, diminuam a probabilidade de a firma descumprir suas dívidas pela diminuição da dispersão dos seus fluxos de caixa. Em outras palavras, eles apontam que o aumento de proteção ao credor deverá estar associada ao menor risk-taking.

Empiricamente, Acharya et al. (2011) analisaram a associação entre o índice *creditor rights* de La Porta et al. (1998) e de Djankov et al. (2007) e operações de fusão e

²²John et al. (2008), no entanto, fazem um contraponto à expectativa de associação positiva discutida. Se países com maior proteção ao acionista também são aqueles em que os acionistas controladores das firmas apresentam menor concentração de propriedade, e se essa menor concentração de propriedade aumenta a discricionariedade do gestor; então firmas em países com alta proteção também apresentarão menor tomada de risco. Seus resultados empíricos, entretanto, refutam essa interpretação.

aquisição executadas entre 1994 e 2004. A amostra foi composta por mais de 30.000 transações executadas por empresas de 38 países. Sua premissa é de que, a maior proteção aos credores está associada a decisões de diversificação do risco. Para tanto, os autores investigaram se os índices de direito dos credores estão relacionados com a probabilidade de as operações acontecerem entre empresas da mesma indústria (decisões de concentração no mesmo setor, logo maior risco). Seus resultados apontam para um efeito negativo de *creditors rights* nas decisões de concentração setorial. Tal resultado corrobora a ideia de que os credores preferem menor risco e operações mais diversificadas. Em testes de robustez, Acharya et al. (2011) também encontraram que *creditor rights* está relacionado a menor volatilidade do índice ROA.

Por fim, há dois trabalhos relacionados que merecem destaque. Primeiro, King e Wen (2011) analisaram a associação conjunta de proteção aos acionistas (*G-index*, nível da firma) e proteção aos credores (presença de *bond covenants*, nível da firma) com as decisões de tomada de risco. As autoras utilizaram como medida de risco as despesas com P&D (*proxy* direta para risk-taking) e despesas de capital com ativos tangíveis (*proxy* inversa para risk-taking). Seu argumento é de que os gestores alteram o risco da firma *através* das decisões de investimento. Logo, a decisão de investir em P&D é vista como de alto-risco, ao passo que a decisão de investir em ativos tangíveis é vista como de baixo risco. Sua amostra foi composta por 1.262 empresas Americanas (7.255 observações-ano) e o período foi 1990-2005. Seus resultados apontam que maior proteção aos credores leva a decisões de investimento de menor risco (mais despesas de capital em ativos tangíveis e menos investimento em P&D). Em contrapartida, maior proteção aos acionistas levou a maior investimento em P&D (alto risco). King e Wen (2011) interpretaram esses resultados como evidências de que credores preferem investimentos que diminuam, e acionistas preferem investimentos que aumentem o risco da firma. Tal interpretação corrobora o discutido no item anterior dessa tese.

Adicionalmente, Qi, Roth e Wald (2011) analisaram a relação empírica entre proteção aos investidores com o uso de covenants em títulos de dívida. A ideia dos autores é de que a inclusão de covenants não é feita sem custo, de forma que credores só exigem covenants quando os benefícios de sua inclusão superam seus custos. Logo, quando os direitos dos credores estão bem protegidos (alto *creditor rights*), o uso de covenants

deve ser menos necessário. A razão é que os credores estão bem protegidos contra a expropriação de sua riqueza e conseguem reverter legalmente qualquer desvio de conduta do gestor. Já na presença de alta proteção ao acionista, Qi et al. (2011) sugerem que os acionistas conseguem facilmente influenciar as decisões gerenciais. Em especial, eles argumentam que os acionistas conseguem aumentar o risk-taking da firma, o que vai de encontro às preferências dos credores. Logo, maior proteção ao acionista deve levar os credores a requisitarem mais covenants. Para testar essas hipóteses, Qi et al. (2011) utilizaram a emissão de títulos de dívida emitidos nos Estados Unidos por empresas de 50 países entre 1991 e 2007 (aproximadamente, 1.300 observações-ano). Seus resultados corroboram o esperado. O aumento de uma unidade na medida de *creditor rights* (Djankov et al., 2007, La Porta et al., 1998) levou à redução de aproximadamente 30% no número de covenants. Já o aumento de uma unidade em proteção ao acionista (Djankov et al., 2008b, Spamann, 2010) levou ao aumento de aproximadamente 27% no uso de covenants. Em particular, Qi et al. (2011) observaram que o aumento da proteção ao acionista acarretou o aumento do número de covenants que limitam o nível de risco da firma. Assim, esses autores também interpretaram esses resultados como evidências de que acionistas preferem mais risco, e credores, menos.

3 Método de Pesquisa

3.1 Hipóteses de Pesquisa

Nesse capítulo, formulam-se as hipóteses de pesquisa, apresenta-se o modelo empírico empregado para testá-las, descreve-se o processo de estimação, apresenta-se a amostra utilizada e detalha-se a coleta e o tratamento dos dados.

Entrenchment & Perquisites

Os trabalhos descritos nos itens anteriores sugerem que há uma relação entre entrenchment e consumo de perquisites por parte do gestor. Na mesma medida em que o gestor aumenta seu entrenchment na firma, espera-se um aumento no nível ótimo de consumo de perquisites. Para exemplificar, utiliza-se o modelo de Shleifer e Vishny (1989). Supõe-se que o *valor para a firma* de um gestor entrenchmentado (Gestor 1) e o *valor para a firma* de um gestor não entrenchmentado (Gestor 2) sejam, respectivamente, g_1 e g_2 , tal que $g_1 > g_2$. Assume-se que o conjunto de investimentos executados pela firma que possibilitaram o entrenchment do Gestor 1 é irreversível. Sendo assim, a diferença $g_1 - g_2$, no curto prazo, é constante e maior que zero ($g_1 - g_2 > 0$). Nesse cenário, o gestor entrenchmentado poderá consumir perquisites p , desde que $g_2 + p < g_1$. No limite, o Gestor 1 poderá consumir perquisites p tal que $g_2 + p = g_1$. Em tal cenário, do ponto de vista do acionista, a troca do entrenchmentado Gestor 1 pelo não-entrenchmentado Gestor 2 não irá alterar o valor firma. Tal *rationale* sugere que o entrenchment do Gestor 1 deverá aumentar seu consumo de perquisites.

Além disso, espera-se também que gestores entrenchmentados sofram menor pressão externa e os mecanismos de controles de suas atividades sejam menos efetivos (Stulz, 1988, Berger et al., 1997). Conseqüentemente, aumentos no nível de perquisites dificilmente serão detectados ou, caso detectados, dificilmente levarão ao desligamento do gestor entrenchmentado. Também, gestores entrenchmentados devem apresentar menores índices de produtividade e menor incentivo a modernização das operações das firmas

(Bertrand e Mullainathan, 2003), o que deve impactar diretamente na medida empírica de perquisites utilizada (*asset turnover*). Por fim, o monitoramento externo sobre as decisões de gestores entrincheirados é menor (Lewellyn e Muller-Kahle, 2012), o que os possibilita consumir mais perquisites.

Dessa forma, tem-se a seguinte hipótese de pesquisa:

Hipótese 1: gestores entrincheirados consomem mais perquisites.

Entrenchment & Liquidez

Os trabalhos discutidos na seção anterior, especialmente Shleifer e Vishny (1989) e Stulz (1988) também sugerem que gestores entrincheirados mantêm sua posição ainda que seu desligamento seja de preferência dos acionistas ou que seu desligamento aumente o valor da firma. Em geral, a literatura prévia aponta que gestores entrincheirados não são desligados de sua posição sem consideráveis custos aos acionistas. Por exemplo, Berger et al. (1997, p. 1411), definem entrincheiramento como “*the extent to which managers fail to experience discipline from the full range of corporate governance and control mechanisms*”. Zwiebel (1996) explicitamente assume que gestores entrincheirados são desligados apenas quando o aumento no valor da firma é maior que os (altos) custos de seu desligamento. Kumar e Rabinovitch (2013) também afirmam que não é possível retirar o controle da firma de gestores entrincheirados sem custos. Esses trabalhos sugerem que, conforme há o aumento do entrincheiramento do gestor, ocorre a diminuição da capacidade de monitoramento dos investidores sobre as decisões do gestor e a diminuição da efetividade dos mecanismos de governança. Logo, espera-se que gestores entrincheirados tenham maior discricionariedade e maior influência sobre as políticas financeiras da firma (Berger et al., 1997, Elyasiani e Zhang, 2015).

A partir dos trabalhos relacionados às escolhas de liquidez, depreende-se que os gestores têm preferências por manter níveis de liquidez mais altos que os desejados pelos acionistas (Dittmar et al., 2003, Ozkan e Ozkan, 2004, Kumar e Rabinovitch, 2013, Frésard e Salva, 2010). Em especial, maior nível de liquidez diminui o risco de a firma necessitar crédito e de entrar em *default* de sua dívida, o que diminui a probabilidade de intervenção externa de credores (Opler et al., 1999, Elyasiani e Zhang, 2015). Além

disso, ativos líquidos aumentam a discricionariedade dos gestores, especialmente sobre tais recursos (Dittmar et al., 2003), e facilitam estratégias de super-diversificação (Jensen, 1986). Isso posto, espera-se que gestores entrincheirados (maior discricção) consigam imprimir mais facilmente suas preferências por mais liquidez. Conseqüentemente, espera-se que entrincheiramento e manutenção de liquidez tenham relação positiva. Assim, tem-se a seguinte hipótese de pesquisa:

Hipótese 2: gestores entrincheirados mantêm mais liquidez.

Entrenchment & Risk-taking

Com base nos trabalhos citados no capítulo anterior, sabe-se que os gestores podem se entrincheirar no controle da firma por diferentes formas. O entrincheiramento pode ocorrer, por exemplo, via concentração de propriedade, ou via características pessoais, tais como idade, *tenure* e reputação. Morck et al. (1988) sugerem que a partir de certo patamar de propriedade acionária, a riqueza do gestor se torna demasiadamente concentrada na empresa, de forma que sua remoção do cargo é dificultada. Já Stulz (1988) sugere que alta propriedade acionária nas mãos do gestor diminui a probabilidade de a empresa ter uma oferta pelo seu controle (*takeover*). Em paralelo, gestores que estão há tempos no cargo ou têm mais idade dificilmente são contestados (Finkelstein e Hambrick, 1989), têm maior influência na empresa (Berger et al., 1997) e maior reputação (Lewellyn e Muller-Kahle, 2012). Logo, gestores entrincheirados com (i) alta propriedade acionária ou (ii) via características pessoais deverão conseguir tomar decisões que especialmente aumentem seu bem-estar pessoal e deverão imprimir mais facilmente suas preferências em relação ao risco (Shleifer e Vishny, 1989, Berger et al., 1997). Se gestores têm preferência por menor risco, tal qual Amihud e Lev (1981) sugerem, então a relação entre entrincheiramento e risk-taking deve ser negativa.

Essa intuição é suportada pelo trabalho de Murphy (1986). Em um modelo multi-período que representa o contrato de trabalho do gestor com a firma, Murphy (1986) sugere que a recompensação por boa ou penalização por má performance altera todos os demais períodos do contrato de trabalho do gestor. Para Murphy (1986), se há um choque positivo na performance do gestor no tempo t , sua compensação será perma-

nentemente aumentada em todos os períodos seguintes em que o contrato de trabalho estiver vigente. Um choque negativo, analogamente, diminui a compensação de todos os períodos seguintes também. Se assim for, gestores com mais tempo no cargo ou próximos de se aposentar e que, portanto, tem um período restante menor no cargo, também têm menos tempo para arcar com as consequências de decisões de investimento arriscadas e que tiveram retornos ruins. Uma implicação de Murphy (1986), então, é que gestores mais velhos e, portanto, possivelmente mais entrincheirados, devem preferir projetos de investimentos menos arriscados.

Com base nesses trabalhos, tem-se a seguinte hipótese de pesquisa:

Hipótese 3: gestores entrincheirados tomam menos risco.

Risk-taking & Perquisites

A literatura teórica relacionando perquisites e risk-taking tem seu início no trabalho de Williams (1987). O autor assume que o gestor levanta capital externo para investir em um determinado projeto arbitrário, cujo risco e valor presente esperado são conhecidos pelo gestor, porém são desconhecidos pelos investidores externos. Williams (1987) assume que o valor da firma é função do risco e valor presente dos fluxos de caixa futuros do projeto escolhido. A riqueza pessoal do gestor, no entanto, é função 1) da utilidade proporcionada pelo consumo de perquisites obtidos através do projeto executado, e 2) do valor residual da firma. De forma explícita, Williams (1987) assume que o valor do benefício pessoal do gestor é dado por um problema de maximização que depende desses dois componentes. O autor chama tal equação de *perquisite problem*.

A solução desse problema levou Williams (1987) a encontrar uma sutil relação entre risco e perquisites. Inicialmente, Williams (1987) supõe que o gestor toma decisões de risco com o intuito de maximizar o consumo futuro de perquisites (C). Porém, Williams (1987) demonstra que o nível de risco que maximiza C é menor que o nível de risco que maximiza o valor da firma. Como resultado, o gestor tem preferência por agir de forma a proteger o consumo futuro de perquisites e, para tanto, prefere diminuir o nível de risco dos projetos da firma. Via de regra, Williams (1987) espera que os gestores executem projetos que maximizem o consumo futuro de perquisites. Uma das

implicações do modelo de Williams (1987) é que o aumento do nível de risco atual, caso os gestores não consigam ou não queiram transferi-lo para outro *stakeholder*, implica a diminuição no consumo futuro de perquisites. Isso aponta para uma associação negativa entre risco e perquisites.

Além de Williams (1987), a associação entre risk-taking e perquisites é hipotetizada por John et al. (2008). Para esses autores, frente a estados da economia com baixos fluxos de caixa (*low cash flow states*) os gestores precisam diminuir o consumo de perquisites. A razão é que, nesses estados, há menos recursos disponíveis para serem desviados e os desvios dos recursos disponíveis são mais facilmente detectados. Para garantir *ex ante* seus benefícios pessoais, os gestores agem conservadoramente e escolhem projetos cujos fluxos de caixa esperados são mais seguros. Os gestores executarão projetos que considerem arriscados apenas nos casos em que o retorno esperado nos estados da economia de alto fluxos de caixa (*high cash flow states*) é suficiente para compensar o menor nível de perquisites nos estados de menor fluxo de caixa (*low cash flow states*). Sendo assim, para manter o consumo de perquisites no futuro, gestores têm a preferência por projetos menos arriscados. Isso sugere uma associação negativa entre essas variáveis.

Hipótese 4: existe associação negativa entre risk-taking e consumo futuro de perquisites.

Liquidez & Perquisites

Para Jensen e Meckling (1976), perquisites representam a parcela de benefícios não-pecuniários que os gestores consomem utilizando recursos da empresa. Na presença de assimetria de informação, o custo dos perquisites consumidos será distribuído entre os acionistas. Os acionistas podem, no entanto, monitorar as decisões do gestor e assim, diminuir o consumo de perquisites. Esse monitoramento, porém, não é feito sem custos. Jensen e Meckling (1976) sugerem que os acionistas fazem um tradeoff entre os benefícios e os custos do monitoramento, o que sugere a existência de um ponto ótimo de consumo de perquisites. Logo, ainda que o investidor-externo monitore, o gestor irá consumir algum montante não-nulo de perquisites.

No modelo de Williams (1987), os gestores tomam decisões de política financeira com o objetivo de maximizar o consumo futuro de perquisites. Para o autor, os gestores explicitamente alteram o risco dos investimentos para proteger a entrada futura de fluxos de caixa e, assim, garantir seus perquisites. Obviamente, decisões de liquidez são uma forma de investimento com risco esperado próximo a zero. No limite, do modelo de Williams (1987) se desdobra que os gestores poderão aumentar o nível de caixa para garantir o consumo futuro de perquisites. Se assim for, haverá uma associação positiva entre perquisites e liquidez.

Em paralelo, Jensen (1986) afirma que entradas constantes de fluxo de caixa (e acima do nível necessário à execução das oportunidades de investimento da firma) leva os gestores a gastar os recursos em atividades ineficientes. Um dos possíveis destinos é o consumo de perquisites. Logo, a geração de altos montantes de fluxo de caixa livre deve incentivar o gestor a aumentar seu consumo de perquisites. Por sua vez, John et al. (2008) afirmam que menor entradas de fluxo de caixa diminuem o capital disponível para consumo de perquisites. Essas noções também apontam para uma associação positiva entre essas variáveis.²³ Dessa forma:

Hipótese 5: existe associação positiva entre liquidez e consumo futuro de perquisites.

3.2 Coleta, Amostra, e Tratamento dos Dados

Para criar a amostra dessa tese, utilizou-se a base de dados *ORBIS - Bureau Van Dijk*. Essa base disponibiliza dados contábeis, financeiros e de estrutura de propriedade de mais de 200 Milhões de empresas internacionais, das quais uma parcela significativa é de empresas de capital fechado. Isso tornou possível a coleta das variáveis de governança corporativa estudadas (vide formulação das variáveis empíricas). A ORBIS vem sendo referenciada como a principal fonte de dados de estrutura de propriedade com singular

²³Embora não se façam predições acerca da associação entre risk-taking e liquidez, ao se tomar as Hipóteses 4 e 5 em conjunto, pode-se interpretar que liquidez e risk-taking devem estar negativamente associadas. Se firmas que apresentam maior consumo de perquisites, também apresentam menor risk-taking (Hipótese 4) e maior liquidez (Hipótese 5), então deveríamos observar associação empírica negativa entre risk-taking e liquidez. Esse lógica é suportada pelos argumentos apresentados por Agrawal e Mandelker (1987) e Opler et al. (1999), discutidos anteriormente.

abrangência de empresas disponíveis. Alguns dos trabalhos recentes que a utilizam são: Anderson, Duru e Reeb (2012), Aslan e Kumar (2012), Lin, Ma, Malatesta e Xuan (2013) e Driffield, Mickiewicz e Temouri (2014). A amostra final compreendeu dados entre os anos 2010 e 2013.

Para criar a amostra final dessa tese, pesquisaram-se na ORBIS todas as empresas não-financeiras de capital aberto para os 49 países reportados por La Porta et al. (1998). Empresas financeiras foram identificadas como aquelas cujo início do SIC de dois dígitos está entre 60 e 67—classificadas como “Banking”, “Insurance”, “Real estate” e “Trading” por Fama e French (1997). Elas foram excluídas da amostra por estarem sujeitas a regulação e apresentarem estrutura de capital diferente das demais. Esse primeiro passo retornou 33.580 empresas.

A seguir, foram eliminadas 12.109 empresas com valor não positivo para “Ativo Total” ou para “Capital Próprio”²⁴ em pelo menos dois anos consecutivos entre 2008-2013 e empresas com valor positivo em dois anos consecutivos porém negativo em pelo menos um dos demais anos. Também foram excluídas 1.488 empresas para as quais a ORBIS não foi capaz de reportar pelo menos um acionista. Ainda, excluíram-se 137 empresas com número ISIN não disponível e 57 empresas cujo ano de incorporação foi 2014. Essas etapas resultaram em uma amostra inicial de 19.789 empresas não-financeiras de capital aberto. Para todas essas empresas, coletaram-se as variáveis financeiras e de estrutura de propriedade necessárias para a tese.

Todas as variáveis serão descritas no item a seguir. Em especial, a mensuração das variáveis de estrutura de propriedade acarretou perda de um número significativo de observações. A Tabela 3.1 apresenta o número de observações por país e ano da amostra final. Ao todo, das 19.789 empresas da amostra inicial, tem-se exatamente 7.994 com a maior parte dos dados disponíveis (isto é, variáveis dependentes, de conflitos de agência e de governança); essas são as empresas que compõem a amostra final. Note, no entanto, que a amostra de cada estimação, que será apresentada a seguir, não necessariamente contém a totalidade dessas empresas e observações. A razão é a perda de observações pontuais devido à falta de alguma variável de controle incluída na estimação em questão.

Note também que as empresas dos países Equador, Indonésia, Irlanda, Israel,

²⁴Tradução livre para *Shareholders' funds*

Índia, Jordânia, Quênia, Nigéria, Paquistão, Sri Lanka, Taiwan, Venezuela, Uruguai e Zimbábue foram excluídas devido à indisponibilidade de um ou mais índice de proteção ao acionista ou proteção ao credor, conforme destacado no Apêndice. Ao todo, 35 dos 49 países de La Porta et al. (1998) estão presentes na amostra. Segundo dados do Banco Mundial²⁵, a economia desses 35 países representou aproximadamente 53% do Produto Interno Bruto mundial no ano de 2013 (isto é, aproximadamente U\$S 53 Trilhões de um total de U\$S 100 Trilhões).

Tabela 3.1: Número de observações da amostra final (por país e ano)

País	2010	2011	2012	2013	Total	Nr. Firmas
<i>English</i>						
África do Sul	81	74	71	91	317	121
Austrália	228	243	249	264	984	320
Canadá	242	98	400	255	995	505
Hong Kong	72	79	82	92	325	103
Malásia	233	257	171	477	1138	599
Nova Zelândia	48	58	54	60	220	70
Singapura	300	313	326	386	1325	408
Tailândia	66	74	109	166	415	185
U.K.	516	538	557	601	2212	630
U.S.	171	170	433	560	1334	617
Sub-total	1957	1904	2452	2952	9265	3558
<i>French</i>						
Argentina	17	14	44	38	113	47
Bélgica	53	54	54	54	215	56
Brasil	82	111	149	177	519	181
Chile	41	60	110	83	294	115
Colômbia	2	12	11	13	38	13
Egito	41	65	87	98	291	110
Espanha	53	55	61	67	236	67
Filipinas	58	21	27	83	189	91
França	360	390	394	392	1536	432
Grécia	33	118	121	129	401	130
Holanda	49	51	53	61	214	61
Itália	135	141	136	152	564	153
México	34	31	48	62	175	66
Peru	68	69	60	68	265	82
Portugal	28	29	29	32	118	33

Continua a seguir...

²⁵Dados podem ser extraídos de <<http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.PP.CD>>. A medida de PIB utilizada é convertida da moeda local para Dólar utilizando a taxa de Paridade de Poder Aquisitivo (*purchasing power parity rate*).

... tabela 3.1 continuação

País	2010	2011	2012	2013	Total	Nr. Firmas
Turquia	8	13	11	12	44	16
Sub-total	1062	1234	1395	1521	5212	1653
<i>German</i>						
Alemanha	281	291	288	313	1173	351
Áustria	41	45	46	47	179	49
Coreia do Sul	522	338	424	737	2021	958
Japão	379	426	470	715	1990	825
Suíça	125	130	133	133	521	140
Sub-total	1348	1230	1361	1945	5884	2323
<i>Scandinavian</i>						
Dinamarca	76	64	78	76	294	80
Finlândia	79	76	71	84	310	88
Noruega	60	61	78	82	281	84
Suécia	116	143	171	189	619	208
Sub-total	331	344	398	431	1504	460
Total	4698	4712	5606	6849	21865	7994

3.2.1 Descrição das variáveis

Nesse sub-seção, descrevem-se as variáveis empíricas utilizadas. Para facilitar a apresentação, as variáveis foram agrupadas em quatro grupos: (1) Conflitos de agência, (2) Mecanismos de Governança, (3) variáveis de controle e (4) Ambiente Institucional.

Conflitos de Agência:

Entrincheiramento: Utilizou-se como *proxy* para o nível de entrincheiramento do gestor dois tipos distintos de variáveis empíricas. No primeiro caso, utilizou-se a propriedade gestor como indicativo do seu nível de entrincheiramento. Conforme mencionado no capítulo anterior, Stulz (1988) e Morck et al. (1988) sugerem que em altos níveis de propriedade acionária, o gestor se torna entrincheirado no controle da firma e os acionistas dificilmente conseguem sua substituição. Seguindo esses autores, utilizou-se o percentual de ações da empresa que o gestor possui como medida da propriedade gerencial. O valor ao quadrado dessa variável foi inserido como medida do seu entrincheiramento. Em paralelo, criou-se uma *dummy* que toma o valor de 1 caso o gestor possua mais de 10% das ações da firma (*Ent* 1). Esse valor foi escolhido com

base nos trabalhos de Claessens et al. (2000), Aslan e Kumar (2012, 2014) e é usualmente utilizado como limite a partir do qual um acionista é considerado controlador da firma. Se esse acionista também for o gestor da firma, é razoável admitir que ele estará entrincheirado.²⁶

Adicionalmente, utilizaram-se duas medidas relacionadas às características pessoais do gestor. Seguindo Berger et al. (1997), Hu e Kumar (2004), e Chava et al. (2010) tomou-se o logaritmo natural da idade do gestor como medida direta de entrincheiramento (*Ent 2*). Também criou-se uma variável *dummy* que toma o valor de 1 se o gestor é presidente do conselho de administração (*Ent 3*). Conforme destacado no capítulo anterior, essas variáveis aumentam seu conhecimento especializado e sua influência sobre a firma, e diminuem a probabilidade de ter suas decisões questionadas. A razão é que gestores mais velhos ou que também presidem o conselho acumularam conhecimento e influência suficiente para conseguir impor sua agenda particular com menos questionamentos e menor oposição dos demais indivíduos participantes da firma (Finkelstein e Hambrick, 1989, Berger et al., 1997, Lewellyn e Muller-Kahle, 2012).

Perquisites: Seguindo Ang et al. (2000), Singh e Davidson III (2003) e diversos outros²⁷, utilizou-se o *Turnover* dos ativos como *proxy* inversa para o consumo de perquisites. Essa variável foi utilizada primeiramente por Ang et al. (2000). A ideia é medir a capacidade de os gestores alocarem eficientemente os recursos da firma. Um baixo turnover dos ativos indica que os gestores estão utilizando os recursos da firma em operações que não geram venda ou que os gestores estão colocando pouco esforço para vendas. Ang et al. (2000) ressaltam ainda que o turnover dos ativos captura a má alocação dos recursos da firma em ativos improdutivos, escritórios luxuosos, frota de carros, etc. Em comum, todas essas atividades diminuem o numerador e inflam o denominador dessa variável. Turnover dos ativos é medido pela razão *Vendas anuais sobre Ativo total*. Tal como é construída, turnover dos ativos é *proxy* inversa para consumo de perquisites. Para facilitar a interpretação empírica, multiplicou-se essa variável por -1 (de forma que valores maiores indicam maior consumo de perquisites) e tomou-se seu logaritmo natural.

²⁶Como robustez, utilizou-se também o valor mínimo de 20%. Oportunamente, comentam-se os resultados utilizando esse percentual.

²⁷Fleming et al. (2005), Florackis (2008), Florackis e Ozkan (2009), McKnight e Weir (2009), Jelinek e Stuerke (2009), e Firth et al. (2008).

Liquidez^{net}: para medir essa variável, utilizou-se a mesma intuição de Opler et al. (1999), também utilizada por Dittmar et al. (2003), Harford et al. (2008), Dittmar e Mahrt-Smith (2007) e Sheu e Lee (2012). Calculou-se o quociente *Caixa e Equivalentes dividido pelo numerador Ativo Total menos Caixa e Equivalentes*. A seguir, mediu-se o logaritmo natural de 1 mais o valor obtido no primeiro passo. Ao longo da tese, utiliza-se o sobrescrito “*net*” para indicar que a conta Caixa e Equivalentes foi subtraído do denominador da variável. O mesmo é sinalizado em todas as demais variáveis em que esse passo foi feito, tal qual se apresenta na Tabela B.1.

Risk-taking: a medida empírica de risk-taking foi baseada nos trabalhos de John et al. (2008) e Faccio et al. (2011). Em cada ano (t), mediu-se a volatilidade, ao longo dos quatro últimos anos (i.e., t a $t-3$), do Retorno sobre o Ativo (i.e. EBITDA sobre Ativo Total), ajustada para país e indústria. Especificamente, tomou-se o valor médio do índice ROA de cada ano em indústria de todos os países da amostra. A seguir, subtraiu-se esse valor do índice ROA das empresas. Por fim, calculou-se o desvio-padrão dessa diferença utilizando os valores entre t e $t-3$. Esses autores fizeram o ajuste para país e indústria para remover a influência de variáveis desses níveis e obter uma medida de tomada de risco particularmente focada nas decisões tomadas pela firma. Além de John et al. (2008) e Faccio et al. (2011), esta variável é semelhante à utilizada por Acharya et al. (2011) e Mishra (2011).

Tabela 3.2: Valor médio das variáveis associadas aos Conflito de Agência

País	Prop. Gestor	Ent. 1	Ent. 2	Ent. 3	Liq. ^{net}	Perq.	Risk taking
English							
África do Sul	0.007	0.009	3.954	0.019	0.142	0.056	0.057
Austrália	0.007	0.016	4.011	0.019	0.178	0.480	0.076
Canadá	0.011	0.045	4.031	0.361	0.187	0.861	0.070
Hong Kong	0.004	0.015	3.974	0.135	0.253	1.018	0.040
Malásia	0.014	0.048	4.015	0.022	0.180	0.514	0.049
Nova Zelândia	0.002	0.000	3.945	0.000	0.084	0.407	0.041
Singapura	0.040	0.116	3.977	0.084	0.248	0.421	0.053
Tailândia	0.006	0.027	3.989	0.101	0.137	0.262	0.041
U.K.	0.010	0.034	3.984	0.029	0.183	0.482	0.052
U.S.	0.018	0.054	4.028	0.387	0.216	0.232	0.054

Continua a seguir...

... Tabela 3.2 continuação

País	Prop. Gestor	Ent. 1	Ent. 2	Ent. 3	Liq. ^{net}	Perq.	Risk taking
Sub-total	0.015	0.047	3.992	0.128	0.193	0.474	0.056
<i>French</i>							
Argentina	0.051	0.088	4.132	0.071	0.180	0.370	0.032
Bélgica	0.000	0.000	4.019	0.056	0.126	0.309	0.034
Brasil	0.004	0.019	3.976	0.066	0.142	0.513	0.039
Chile	0.000	0.000	3.974	0.061	0.092	0.759	0.046
Colômbia	0.000	0.000	.	0.000	0.068	1.763	0.017
Egito	0.004	0.024	4.022	0.485	0.165	0.725	0.041
Espanha	0.025	0.059	4.047	0.297	0.127	0.726	0.027
Filipinas	0.000	0.000	4.159	0.730	0.168	0.887	0.044
França	0.041	0.109	4.007	0.119	0.185	0.243	0.040
Grécia	0.095	0.279	4.044	0.092	0.099	0.686	0.028
Holanda	0.001	0.000	4.009	0.206	0.103	0.083	0.034
Itália	0.022	0.064	4.034	0.098	0.123	0.500	0.031
México	0.025	0.091	4.003	0.223	0.101	0.398	0.024
Peru	0.009	0.034	4.002	0.102	0.088	0.643	0.039
Portugal	0.008	0.025	3.996	0.068	0.087	0.582	0.015
Turquia	0.000	0.000	3.891	0.045	0.123	1.318	0.040
Sub-total	0.026	0.074	4.019	0.157	0.141	0.485	0.036
<i>German</i>							
Alemanha	0.021	0.043	3.980	0.032	0.185	0.108	0.046
Áustria	0.000	0.000	4.028	0.045	0.127	0.257	0.023
Coreia do Sul	0.011	0.032	4.011	0.027	0.101	0.136	0.038
Japão	0.006	0.019	4.101	0.239	0.233	0.029	0.026
Suiça	0.006	0.013	4.001	0.261	0.197	0.096	0.039
Sub-total	0.011	0.027	4.040	0.121	0.172	0.094	0.035
<i>Scandinavian</i>							
Dinamarca	0.003	0.010	3.924	0.061	0.184	0.197	0.055
Finlândia	0.003	0.006	3.942	0.381	0.118	-0.078	0.032
Noruega	0.000	0.000	3.960	0.206	0.150	0.698	0.049
Suécia	0.003	0.008	3.941	0.352	0.171	0.214	0.066
Sub-total	0.002	0.007	3.942	0.274	0.159	0.241	0.054
Total	0.016	0.045	4.012	0.143	0.173	0.359	0.045

Observações: *Ent 1* é a *dummy* que é igual 1 se a propriedade acionária do gestor > 10%; *Ent 2* representa o logaritmo natural da Idade do gestor; *Ent 3* é uma *dummy* que é 1 se o gestor é presidente do conselho de administração.

Mecanismos de Governança:

Concentração de Controle e de Propriedade: Para a definição dessa variável, foram necessário diversos passos. A ORBIS fornece automaticamente a estrutura de pirâmide de todos os acionistas que possuem ao menos 25% das ações com direito a voto da firma. No entanto, a literatura anterior comumente considera que o acionista que possui mais de 10% das ações com direito a voto tem controle suficiente para interferir nas decisões da firma (Claessens et al., 2000, Doidge, Karolyi, Lins, Miller e Stulz, 2009, Aslan e Kumar, 2014). Para definir a variável de acordo com essa literatura, inicialmente, buscou-se o acionista com o maior percentual de ações de todas as empresas da amostra. Os acionistas que possuíam mais de 10% das ações foram denominados *controladores* da firma focal (ou, por estarem diretamente vinculado à firma focal, esses acionistas também podem ser denominados acionistas nível-1). A seguir, buscaram-se todos os acionistas controladores dos acionistas nível-1. Esses acionistas fazem parte da estrutura de pirâmide da empresa focal, porém estão no segundo nível da pirâmide (denominados acionistas nível-2). O mesmo exercício foi repetido até se chegar a um acionista que: i) é um indivíduo (e que, naturalmente, não possui acionistas), ou ii) é uma empresa privada que não possui informação disponível na ORBIS. Esse acionista foi considerado o topo da pirâmide de controle da firma focal e, assim, seu controlador global. Todas as firmas de capital fechado cujas informações de estrutura de propriedade estavam disponíveis na ORBIS foram incluídas na pirâmide de todas as firmas focais.

O produto final desse exercício foi a estrutura de pirâmide de todas as firmas na amostra. Para cada pirâmide, foi possível calcular a concentração de controle e de propriedade. Nessa etapa, utilizou-se a metodologia de Claessens et al. (2000) e Aslan e Kumar (2012, 2014). Especificamente, a concentração de propriedade é o produto de todos os percentuais que compõem a pirâmide. A concentração de controle é igual ao valor mínimo dos mesmos percentuais. Por definição, a concentração de controle será sempre igual ou maior que a concentração de propriedade. Além disso, os valores das duas variáveis estarão sempre entre 0 e 1.

Para as empresas que apresentavam propriedade-circular, utilizou-se o mesmo método de Lins (2003). Ilustrativamente, sempre que uma empresa A possui X% das ações com direito a voto de uma empresa B, que, por sua vez, possui Y% das ações com direito a

voto da mesma empresa A, tem-se estrutura de propriedade circular entre essas firmas. Em um caso assim, a concentração de controle da firma A sobre a B é de X%. A concentração de propriedade é de (X*Y)%.

O exercício descrito acima foi repetido para todos os anos entre 2010 e 2013. Dessa forma, essas variáveis estão em estrutura de painel. Foram utilizados apenas dados de propriedade direta (*direct ownership* na ORBIS).

Wedge de controle: é medido pela diferença entre concentração de controle e concentração de propriedade, mensuradas da forma descrita acima. Essa variável pode ser interpretada como o percentual de controle que está acima do percentual de propriedade do acionista. Na medida em que se buscou a pirâmide de controle apenas do acionista controlador da firma focal, o *wedge* de controle sempre será maior que 0.

Propriedade Institucional (3): foi medida pela soma do percentual de ações com direito a voto nas mãos dos três maiores acionistas institucionais. Essa mesma medida é baseada em Kim e Lu (2011). Utilizou-se a segmentação fornecida pela ORBIS e classificaram-se os seguintes acionistas como institucionais: *Bank, Financial company, Insurance company, Mutual & Pension Fund/Nominee/Trust/Trustee*, e *Hedge funds*.

Direito de propriedade dos membros do Conselho de administração: é a soma dos percentuais de ações com direito a voto nas mãos de todos os membros do conselho de administração da firma em cada ano entre 2010 e 2013. Nos casos em que nenhum conselheiro possui ações da firma, essa variável toma o valor de zero.

Alavancagem Mediu-se alavancagem pelo endividamento total da firma sobre ativo total. Endividamento total foi calculado pelo somatório de *dívida de longo prazo* e *passivo circulante total*. Essa medida é a mesma utilizada por Florackis e Ozkan (2009).

Alavancagem^{net} Na equação de liquidez, seguindo-se Opler et al. (1999), Dittmar et al. (2003), incluiu-se Alavancagem^{net} que é igual ao quociente *Endividamento total* da firma sobre seu *Ativo total* subtraído da conta *Caixa e equivalentes*.

Dívida de curto prazo: Utilizou-se o quociente *dívida de curto prazo sobre dívida total*. Essa medida é semelhante à utilizada por Antoniou, Guney e Paudyal (2006),

Fan, Titman e Twite (2012), Florackis (2008), Florackis e Ozkan (2009).

Variáveis de controle:

Tamanho: é o logaritmo natural do Ativo Total da firma. Essa variável foi incluída nas equações de Perquisites (Ang et al., 2000) e Risk-taking (John et al., 2008).

Tamanho^{net}: Por sua vez, foi definido como o logaritmo natural do Ativo Total menos a conta Caixa e Equivalentes (Opler et al., 1999). Essa variável foi incluída apenas na equação de Liquidez.

ROA (Performance): A performance da firma foi medida pelo índice Retorno sobre o Ativo (ROA). Essa variável foi incluída nas equações de Perquisites e Risk-taking.

Crescimento de vendas: Foi medido pelo quociente $\frac{Vendas_t - Vendas_{t-1}}{Vendas_{t-1}}$.

Fluxos de caixa^{net}: foi medido pelo quociente *Fluxos de caixa* sobre *Ativo total* menos a conta *Caixa e equivalentes* (Opler et al., 1999, Dittmar et al., 2003). O item *Fluxos de caixa* é calculado tal qual a ORBIS fornece, isto é *Lucro líquido + Depreciação e Amortização*.

σ de fluxos de caixa^{net}: é igual à média do desvio-padrão da medida de Fluxos de caixa de todas as empresas da mesma indústria e do mesmo país em cada ano entre 2010 e 2013. Foram utilizados cinco unidades de tempo para o cálculo do desvio-padrão (Opler et al., 1999, Dittmar et al., 2003, Dittmar e Mahrt-Smith, 2007).

Capital de giro^{net}: é mensurado pelo quociente *Ativos correntes* menos *Passivos correntes* sobre *Ativo total* menos *Caixa e equivalentes* (Opler et al., 1999, Dittmar e Mahrt-Smith, 2007).

Market-to-book: Seguindo-se Florackis (2008), incluí-se o índice *Market-to-book* na equação de Perquisites. Utilizou-se o quociente Capitalização de mercado da firma sobre Capital Próprio. Capitalização de mercado é o produto do preço da ação e o número de ações em circulação da firma.

Market-to-book^{net}: Seguindo-se Dittmar e Mahrt-Smith (2007), incluí-se uma variação do índice *Market-to-book* na equação de Liquidez. Utilizou-se o quociente Capitalização de mercado da firma sobre Ativo total menos Caixa e equivalentes. Para manter compatibilidade com Dittmar e Mahrt-Smith (2007), note que o denominador, dessa variável é Ativo total subtraído de Caixa e Equivalentes, ao passo que na variável anterior é unicamente Capital próprio.

As Tabelas 3.3 e 3.4, a seguir, apresentam o valor médio das variáveis de controle recém citadas.

Proteção aos Investidores:

Para construir medidas de Proteção aos investidores—acionistas e credores—coletaram-se os diversos índices originalmente construídos por La Porta et al. (1998), La Porta, Lopez-De-Silanes e Shleifer (2006), Djankov et al. (2008b), Djankov, Hart, McLiesh e Shleifer (2008a) e Djankov et al. (2007), mas também por Pagano e Volpin (2005), Spamann (2010), Guillén e Capron (2015) e pelo projeto internacional denominado *The Doing Business project*.²⁸ A seguir, extraiu-se, via análise fatorial, um fator que combina os índices de proteção ao acionista e outro que combina os de proteção ao credor. Obtiveram-se com Autovalor acima de 1 quatro fatores no primeiro grupo e três fatores no segundo. Tomaram-se, então, o primeiro fator de cada grupo e denominaram-se esses de *Prote. ao Acionista* e *Protec. ao Credor*, respectivamente. Ambos os fatores foram utilizados como variáveis dependentes nas etapas seguintes dessa pesquisa. Detalhes acerca da análise fatorial são apresentados no Apêndice A (em inglês).²⁹

²⁸<http://www.doingbusiness.org/>

²⁹Especificamente, os índices de Proteção aos acionistas, e suas fontes originais, foram: *Antidirector rights* e *Mandatory dividends* (La Porta et al., 1998); a revisão de *Antidirector rights* e *Anti-self-dealing* (Djankov et al., 2008b); *Antidirector rights* (Pagano e Volpin, 2005); *Corrected Antidirector rights* (Spamann, 2010); *Shareholder protection* (Guillén e Capron, 2015); *Disclosure requirements, Liability standard*, e *Public enforcement* (La Porta et al., 2006); e *Protecting minority investors* (*Doing Business*).

Já os índices originais de Proteção ao credor, e suas fontes, foram: *Creditor rights* e *Legal reserve* (La Porta et al., 1998); *Creditor rights* (Djankov et al., 2007); *Efficiency* e *Recovery of default* (Djankov et al., 2008a); *Time recover default* (Djankov et al., 2008b); *Enforce contract*, *Cost enforce contracts*, *Strength of legal rights*, *Depth of credit information*, *Time recovery default*, *Cost default*, e *Rate recovery default* (*Doing Business*).

Fórmula e correlação entre variáveis empíricas:

A Tabela B.1 do Apêndice B contém a fórmula e a literatura relacionada às variáveis utilizadas nessa tese. Já a Tabela B.2 contém a correlação entre todas as variáveis e fatores utilizados. Observa-se que apenas em casos bastante particulares, a correlação é alta. O primeiro caso remete ao par Propriedade acionária do gestor e a *dummy Ent 1*, cuja correlação foi de 0.85. Tal valor alto é esperado visto que *Ent 1* é igual a 1 toda vez que a Propriedade do gestor é maior que 10%. Os pares Tamanho-Tamanho^{net} e Alavancagem-Alavancagem^{net} também apresentaram alta correlação, porém, conforme citado anteriormente, não serão utilizados simultaneamente em nenhum dos modelos dessa tese. Também a correlação entre o índice ROA e a entrada de Fluxos de Caixa^{net} foi alta (0.75). Note no entanto, que essas variáveis também não serão utilizadas simultaneamente nas estimações. Em todos esses casos, as variáveis sinalizadas como sobrescrito “*net*” no nome são incluídas unicamente na Equação de Liquidez, ao passo que Tamanho, Alavancagem e ROA são incluídas apenas nas Equações de Perquisites e Risk-taking. Sendo assim, não se antecipa problemas de correlação nas estimações apresentadas ao longo do capítulo seguinte.

Tabela 3.3: Valor médio das variáveis de Governança

País	Direitos de Propriedade	<i>Wedge</i> de Controle	Propriedade Institucional (3)	Propriedade Conselho	Alav.	Alav. ^{net}	Div. Curto Prazo
<i>English</i>							
África do Sul	0.214	0.033	0.257	0.025	0.374	0.429	0.748
Austrália	0.158	0.032	0.183	0.015	0.366	0.428	0.649
Canadá	0.221	0.016	0.067	0.040	0.315	0.369	0.578
Hong Kong	0.310	0.036	0.154	0.021	0.363	0.481	0.678
Malásia	0.212	0.040	0.117	0.052	0.344	0.401	0.759
Nova Zelândia	0.264	0.009	0.197	0.014	0.390	0.425	0.503
Singapura	0.261	0.011	0.140	0.098	0.401	0.506	0.778
Tailândia	0.286	0.035	0.059	0.041	0.415	0.462	0.680
U.K.	0.139	0.021	0.145	0.053	0.381	0.447	0.663
U.S.	0.214	0.017	0.090	0.040	0.364	0.437	0.562
Sub-total	0.205	0.023	0.130	0.048	0.369	0.438	0.669
<i>French</i>							
Argentina	0.391	0.065	0.175	0.024	0.438	0.491	0.727
Bélgica	0.301	0.050	0.206	0.034	0.483	0.538	0.685
Brasil	0.329	0.076	0.151	0.024	0.432	0.498	0.555
Chile	0.310	0.062	0.367	0.007	0.387	0.427	0.524
Colômbia	0.155	0.028	0.104	0.022	0.247	0.272	0.775
Egitt	0.344	0.031	0.134	0.051	0.372	0.434	0.780
Espanha	0.222	0.053	0.243	0.051	0.506	0.577	0.611
Filipinas	0.410	0.046	0.338	0.016	0.376	0.440	0.614
França	0.312	0.058	0.200	0.072	0.492	0.586	0.746
Grécia	0.331	0.022	0.033	0.247	0.484	0.530	0.692

Continua a seguir...

... Tabela 3.3 continuação

País	Direitos de Propriedade	<i>Wedge</i> de Controle	Propriedade Institucional (3)	Propriedade Conselho	Alav.	Alav. ^{net}	Div. Curto Prazo
Holanda	0.190	0.038	0.180	0.006	0.512	0.564	0.658
Itália	0.267	0.101	0.215	0.067	0.534	0.602	0.699
México	0.356	0.058	0.148	0.046	0.388	0.426	0.532
Peru	0.427	0.045	0.257	0.021	0.318	0.349	0.633
Portugal	0.283	0.067	0.232	0.027	0.606	0.662	0.613
Turquia	0.259	0.051	0.009	0.101	0.311	0.332	0.831
Sub-total	0.313	0.058	0.195	0.062	0.461	0.528	0.673
<i>German</i>							
Alemanha	0.326	0.041	0.099	0.009	0.407	0.484	0.686
Áustria	0.359	0.056	0.101	0.003	0.449	0.506	0.640
Coreia do Sul	0.164	0.010	0.064	0.020	0.409	0.449	0.782
Japão	0.186	0.015	0.091	0.011	0.417	0.515	0.768
Suíça	0.290	0.027	0.223	0.049	0.396	0.478	0.700
Sub-total	0.221	0.021	0.095	0.017	0.411	0.483	0.746
<i>Scandinavian</i>							
Dinamarca	0.274	0.025	0.175	0.016	0.438	0.516	0.661
Finlândia	0.199	0.014	0.127	0.027	0.507	0.570	0.668
Noruega	0.234	0.061	0.221	0.001	0.485	0.552	0.523
Suécia	0.228	0.033	0.143	0.032	0.453	0.520	0.678
Sub-total	0.232	0.033	0.161	0.022	0.467	0.536	0.643
Total	0.237	0.032	0.138	0.041	0.409	0.479	0.689

Tabela 3.4: Valor médio das variáveis de Controle

País	Tam.	Tam. ^{net}	ROA	Cresc. Vendas	Fx. de Caixa ^{net}	σ Fx. de Caixa ^{net}	Capital de Giro ^{net}	Market-to-Book	Market-to-Book ^{net}
English									
África do Sul	19.099	18.958	0.135	0.117	0.083	0.063	0.058	1.674	1.152
Austrália	19.348	19.169	0.079	0.293	0.024	0.075	0.028	1.603	1.288
Canadá	19.142	18.942	0.078	0.342	0.017	0.090	0.017	1.495	1.249
Hong Kong	20.992	20.746	0.088	0.279	0.092	0.066	-0.043	1.329	1.060
Malásia	18.646	18.465	0.086	0.136	0.063	0.057	0.104	1.169	0.969
Nova Zelândia	19.355	19.271	0.107	0.152	0.064	0.046	0.056	1.599	0.963
Singapura	18.829	18.581	0.085	0.156	0.070	0.079	0.074	1.239	0.952
Tailândia	19.193	19.056	0.115	0.168	0.102	0.048	0.052	1.933	1.266
U.K.	19.175	18.990	0.077	0.187	0.046	0.073	0.013	1.907	1.472
U.S.	19.970	19.753	0.091	0.137	0.049	0.073	0.116	2.020	1.538
Sub-total	19.256	19.061	0.086	0.196	0.052	0.072	0.052	1.626	1.255
French									
Argentina	19.266	19.114	0.126	0.169	0.074	0.039	-0.007	1.012	0.472
Bélgica	19.926	19.800	0.094	0.083	0.061	0.056	0.000	1.458	0.813
Brasil	21.079	20.937	0.101	0.174	0.064	0.046	0.036	1.422	0.825
Chile	20.103	20.011	0.078	0.191	0.083	0.045	0.037	1.560	0.875
Colômbia	18.071	18.003	0.017	0.181	0.012	0.013	-0.040	1.072	0.813
Egito	18.306	18.141	0.111	0.091	0.090	0.057	0.064	1.388	1.020
Espanha	20.895	20.770	0.093	0.033	0.063	0.034	-0.021	1.393	0.654
Filipinas	19.804	19.636	0.132	0.284	0.102	0.062	0.007	1.959	1.374
França	19.501	19.316	0.092	0.089	0.055	0.050	0.021	1.522	0.967
Grécia	19.026	18.927	0.051	-0.074	0.012	0.037	0.030	0.751	0.365

Continua a seguir...

... Tabela 3.4 continuação

País	Tam.	Tam. ^{net}	ROA	Cresc. Vendas	Fx. de Caixa ^{net}	σ Fx. de Caixa ^{net}	Capital de Giro ^{net}	Market-to -Book	Market-to -Book ^{net}
Holanda	21.095	20.995	0.110	0.101	0.091	0.066	0.014	1.969	0.930
Itália	20.462	20.339	0.082	0.041	0.045	0.038	-0.008	1.328	0.618
México	21.239	21.137	0.127	0.137	0.072	0.042	0.064	1.946	1.119
Peru	19.059	18.971	0.126	0.173	0.084	0.047	0.061	1.095	0.729
Portugal	20.869	20.780	0.094	0.033	0.053	0.024	-0.081	1.160	0.388
Turquia	18.145	18.022	0.048	0.352	0.025	0.113	-0.000	1.330	1.000
Sub-total	19.890	19.750	0.094	0.099	0.060	0.047	0.020	1.426	0.830
<i>German</i>									
Alemanha	19.555	19.371	0.099	0.057	0.074	0.074	0.092	1.694	1.064
Áustria	20.111	19.983	0.104	0.040	0.083	0.047	0.048	1.395	0.710
Coreia do Sul	19.544	19.443	0.058	0.190	0.030	0.046	0.082	1.381	0.816
Japão	20.518	20.286	0.089	0.023	0.061	0.041	0.073	1.194	0.871
Suiça	20.485	20.290	0.114	0.065	0.101	0.060	0.089	2.153	1.397
Sub-total	19.976	19.805	0.083	0.091	0.057	0.051	0.081	1.446	0.930
<i>Scandinavian</i>									
Dinamarca	19.108	18.910	0.089	0.046	0.041	0.067	0.031	1.561	1.468
Finlândia	20.165	20.050	0.103	0.016	0.085	0.052	0.027	1.812	0.936
Noruega	20.190	20.040	0.069	0.150	0.055	0.084	-0.008	1.551	1.075
Suécia	18.944	18.773	0.057	0.174	0.028	0.063	0.051	2.193	1.334
Sub-total	19.461	19.300	0.075	0.112	0.047	0.066	0.031	1.860	1.226
Total	19.615	19.442	0.087	0.138	0.055	0.060	0.051	1.547	1.066

3.3 Processo de Estimação e Modelo Empírico

Como destacado na seção anterior, essa tese tem cinco hipóteses. Todas as hipóteses são distintas, porém estão associadas a um mesmo problema de pesquisa: investigar a associação entre os conflitos de agência descritos no capítulo 2. Apresentam-se, a seguir, detalhes de cada equação a ser estimada. Ao longo da apresentação das equações, discutem-se variáveis consideradas relevantes para o problema descrito.

Em todos os casos e seguindo a literatura relacionada, optou-se por utilizar o Método dos Momentos Generalizado (GMM-SYS) desenvolvido por Arellano e Bover (1995), Blundell e Bond (1998). A razão é a endogeneidade esperada entre os conflitos de agência e os mecanismos de governança. Para detalhes sobre a operacionalização desse método veja Roodman (2009b).

Equação Perquisites

Apresenta-se a seguir Equação 3.1 que é estimada para testar essa a Hipótese 1. As variáveis incluídas nessa equação são majoritariamente motivadas pelos trabalhos de Ang et al. (2000), Singh e Davidson III (2003), Florackis (2008), e Florackis e Ozkan (2009). Em comum, esses trabalhos estudam o consumo de perquisites em função de variáveis, geralmente, de governança e de estrutura de capital. Essa pesquisa, no entanto, inclui variáveis de controle adicionais, que são descritas nos parágrafos seguintes. A equação foi estimada pelo Método dos Momentos Generalizados (Arellano e Bover, 1995, Blundell e Bond, 1998). Os instrumentos e suas defasagens são apresentadas oportunamente junto à apresentação dos resultados.

$$\begin{aligned} Perq_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Ent_{i,t} + \beta_2 Inst(3)_{i,t} + \beta_3 DirP_{i,t} + \beta_4 Wedge_{i,t} + \beta_5 PCons_{i,t} \\ & + \beta_6 DivCurPra_{i,t} + \beta_7 Tam_{i,t} + \beta_8 MtB_{i,t} + \beta_9 ROA_{i,t} \\ & + \beta_{10} Shar_j + \beta_{11} Cred_j + \epsilon \end{aligned} \tag{3.1}$$

Em que,

$Perq$ = Perquisites;

Ent = Entrincheiramento;

$Inst.(3)$ = Direito de propriedade dos três maiores acionistas institucionais;

$DirP$ = Direito de propriedade do maior acionista;
 $Wedge$ = $Wedge$ de controle do maior acionista;
 $PCons.$ = Direito de propriedade dos membros do conselho de administração;
 $DivCurPra$ = Dívida de curto prazo;
 Tam = Tamanho;
 MtB = *Market-to-book*;
 ROA = Índice Retorno sobre o Ativo;
 $Shar$ = Fator de proteção ao acionista (*shareholders protection*);
 $Cred$ = Fator de proteção ao credor (*creditor rights*).

O primeiro termo de interesse incluído na Equação 3.1 é Ent . Com base na Hipótese 1 de pesquisa, espera-se que gestores entrincheirados estejam associados a maiores custos de agência pelo consumo de perquisites. Se for assim, deve-se encontrar $\beta_1 > 0$. Também se tem especial interesse nos coeficientes de Proteção aos acionistas ($Shar$) e aos credores ($Cred$). Com base no discutido no capítulo anterior, espera-se que melhor nível de proteção dos investidores esteja associado à melhor utilização dos ativos pelo gestor e menor consumo de perquisites. Assim, espera-se obter $\beta_{10} < 0$ e $\beta_{11} < 0$.

As quatro variáveis relacionadas à estrutura de propriedade da firma também foram incluídas no lado direito da Equação 3.1. Inicialmente, inclui-se a Propriedade institucional ($Inst$) e o Direito de propriedade do maior acionista ($DirP$). Como destacado anteriormente, investidores institucionais e investidores com capital concentrado na firma têm maior incentivo e mais meios através dos quais monitorar as decisões do gestor e, assim, forçá-los a diminuir seu consumo de perquisites. Logo, espera-se $\beta_2 < 0$, e $\beta_3 < 0$. Por sua vez, acionistas com maior divergência entre direitos de propriedade e direitos de controle ($Wedge$) têm mais incentivos à expropriação dos recursos da firma. Nesse caso, deve-se observar $\beta_4 > 0$. A propriedade acionária ($PCons$) dos membros do conselho de administração também foi incluída nessa Equação para capturar características do conselho e seu incentivo ao monitoramento das decisões gerenciais. Em especial, espera-se que a propriedade acionária aumente os incentivos e os benefícios de os membros do conselho monitorar o gestor e, assim, diminuir seu consumo de perquisites. Tão logo, espera-se $\beta_5 < 0$.

Adicionalmente, com base em Florackis (2008), Florackis e Ozkan (2009), a Dívida de curto prazo (*DivCurPra*) foi incluída para capturar os efeitos da prerrogativa que os credores têm de levar a firma à liquidação (Shleifer e Vishny, 1997). Na medida em que a dívida de curto prazo aumenta o risco de liquidação da firma, espera-se que o consumo de perquisites seja diminuído. Isso aponta para uma associação negativa entre essas variáveis e $\beta_6 < 0$.

Como variáveis de controle, inicialmente se incluiu-se o Tamanho (*Tam*). Particularmente, firmas maiores podem ter economia de escala e maior sinergia nas suas operações, o que deve aumentar a eficiência na utilização de seus ativos e melhorar as medidas empíricas de perquisites utilizadas (Ang et al., 2000). Se for assim, $\beta_7 < 0$. No entanto, o tamanho da firma também indica a existência de operações mais complexas e maior número de subsidiárias, o que potencialmente aumenta a discricionariedade do gestor e sua capacidade de consumir perquisites (Singh e Davidson III, 2003). Nesse caso, β_7 poderá apresentar sinal positivo. Em qualquer dos casos, tamanho é uma variável de controle importante e foi incluída na Equação 3.1.

Florackis (2008) sugere que as oportunidades de crescimento da firma são positivamente associadas ao consumo de perquisites. Essa variável está diretamente relacionada à assimetria de informação entre investidores—acionistas e credores—e gestores. Quanto maior assimetria informacional, maior a facilidade com que gestores podem consumir perquisites. Utilizou-se o índice *Market-to-book* como medida de oportunidades de crescimento. Espera-se encontrar $\beta_8 > 0$. Por fim, a Performance da firma (*ROA*) controla possíveis diferenças na qualidade dos gestores. É possível que gestores mais qualificados consigam administrar os ativos da firma mais eficientemente (Florackis, 2008). Se for assim, a medida de perquisites observada (inverso do turnover dos ativos) deve ser menor, de forma que se espera $\beta_9 < 0$ na Equação 3.1.

Equação Liquidez

Utilizaram-se os trabalhos de Opler et al. (1999) e Dittmar e Mahrt-Smith (2007) como base para a determinação das variáveis explicativas da Equação cuja variável dependente é Liquidez. A Equação 3.2 é apresentada a seguir.³⁰

³⁰Outros trabalhos que utilizam o mesmo grupo de variáveis são Dittmar et al. (2003), Harford et al. (2008), e Sheu e Lee (2012).

$$\begin{aligned}
Liq_{i,t} = & \alpha_1 + \alpha_2 Ent_{i,t} + \alpha_3 Inst. (3)_{i,t} + \alpha_4 DirP_{i,t} + \alpha_5 Wedge_{i,t} + \alpha_6 PCons_{i,t} \\
& + \alpha_7 Alav_{i,t}^{net} + \alpha_8 Tam_{i,t}^{net} + \alpha_9 FC_{i,t}^{net} + \alpha_{10} \sigma FC_{i,t}^{net} \\
& + \alpha_{11} CapG_{i,t}^{net} + \alpha_{12} MtB_{i,t}^{net} + \alpha_{13} Shar_j + \alpha_{14} Cred_j + \epsilon
\end{aligned} \tag{3.2}$$

Em que,

Liq = Liquidez;

Ent = Entrincheiramento;

$Inst (3)$ = Direito de propriedade dos três maiores acionistas institucionais;

$DirP$ = Direito de propriedade do maior acionista;

$Wedge$ = $Wedge$ de controle do maior acionista;

$PCons$ = Direito de propriedade dos membros do conselho de administração;

$Alav^{net}$ = Alavancagem;

FC^{net} = Fluxo de caixa;

σFC^{net} = Desvio-padrão de FC , calculado entre $t - 4$ e t

$CapG^{net}$ = Capital de giro;

Tam^{net} = Tamanho;

MtB^{net} = *Market-to-book*;

$Shar$ = Proteção ao Acionista (*shareholder protection*);

$Cred$ = Proteção ao Credor (*creditors rights*);

O primeiro termo de interesse na Equação 3.2 é o nível de entrincheiramento do gestor (Ent) e seu coeficiente α_2 . Esse termo possibilita testar a Hipótese 2 em que se espera associação positiva entre entrincheiramento e liquidez, tal que se espera $\alpha_2 > 0$. Em paralelo, também se tem particular interesses nos coeficientes α_{13} e α_{14} . Conforme Dittmar et al. (2003) e Kalcheva e Lins (2007), espera-se que acionistas, em países com alta proteção aos seus direitos, consigam forçar os gestores a manter menor liquidez. Logo, espera-se $\alpha_{13} < 0$. Por sua vez, em países com alta proteção aos direitos dos credores, o custo de a empresa passar por *stress* financeiro é maior. Esse maior custo, segundo Guney et al. (2007) e Yung e Nafar (2014), incentiva os gestores a agir conservadoramente e manter maior liquidez. Logo, espera-se observar $\alpha_{14} > 0$.

Incluíram-se na Equação 3.2 quatro variáveis associadas a estrutura de propriedade da firma. Instituições financeiras usualmente têm maior capacidade de efetivamente monitorar os gestores, de modo que esses são obrigados a manter menor nível de liquidez (Ozkan e Ozkan, 2004). Assim, espera-se que $\alpha_3 < 0$. O Direito de propriedade (*DirP*) do maior acionista foi incluído como *proxy* para suas preferências em relação à liquidez. Na medida em que a propriedade desse acionista se torna mais concentrada, a discricção do gestor sobre as decisões corporativas diminui e a liquidez observada deve ser menor. Além disso, os acionistas têm preferência por menor liquidez uma vez que ativos líquidos são de difícil monitoramento e são mais facilmente expropriados pelo gestor (Jensen, 1986, Myers e Rajan, 1998, Frésard e Salva, 2010, Elyasiani e Zhang, 2015). Assim, *DirP* deve ter associação negativa com liquidez e espera-se que $\alpha_4 < 0$.

Também se incluiu o *Wedge* de controle do maior acionista (*Wedge*) na Equação 3.2. Da forma como é construída, valores maiores dessa variável indicam que o acionista controlador terá maiores incentivos à expropriação vis-à-vis seus incentivos ao monitoramento. Se a expropriação dos recursos da firma é facilitada pela manutenção de ativos líquidos (Myers e Rajan, 1998, Ozkan e Ozkan, 2004, Frésard e Salva, 2010), então deve-se esperar que acionistas controladores com alta dispersão de controle tenham a preferência de manter maiores níveis de liquidez. Se assim for, deve-se esperar $\alpha_5 > 0$.

Adicionalmente, inclui-se na Equação 3.2 a Propriedade acionária dos membros do conselho de administração (*PCons*) da firma. Membros do conselho que também detêm ações da firma têm particular interesse em exercer a atividade de monitoramento do gestor. Na posição de acionistas, esses membros devem preferir a manutenção de menor liquidez para minimizar a capacidade de expropriação desses recursos pelo gestor. Logo, espera-se que o aumento de *PCons* deve estar associado à diminuição da variável dependente de forma que se deve obter $\alpha_6 < 0$.

Alavancagem (*Alav*) e Tamanho (*Tam*) também foram incluídas no lado direito da Equação 3.2. A literatura prévia de estrutura de capital sugere que, na presença de assimetria informacional, existe uma associação negativa entre alavancagem e liquidez (Myers e Majluf, 1984). Opler et al. (1999) sugerem que, por um lado, quando a firma tem um choque positivo no seu fluxo de caixa, ela pode utilizar o excesso de liquidez para pagar parte de sua dívida. Quando, por outro lado, o choque é negativo,

a firma pode se ver obrigada a contrair mais dívida para manter suas atividades.³¹ Nesse contexto, Opler et al. (1999) indicam que haverá empiricamente uma associação negativa entre essas variáveis, o que sugere que $\alpha_7 < 0$. No entanto, se alavancagem estiver positivamente correlacionada com o risco de falência da firma (Ozkan e Ozkan, 2004, Guney et al., 2007) e se em altos níveis de alavancagem os credores detiverem influência sobre a política de liquidez da firma (Liu e Mauer, 2011), então a relação empírica observada poderá ser positiva. Além disso, firmas altamente alavancadas poderão preferir aumentar sua liquidez por motivos de *hedge* (Acharya, Almeida e Campello, 2007), o que também leva à possível associação positiva entre alavancagem e liquidez e, nesses casos, $\alpha_7 > 0$.

Por sua vez, o Tamanho da firma foi incluído como *proxy* inversa para o nível de assimetria informacional da firma. Empresas maiores são comumente seguidas por um número maior de analistas e divulgam mais informações aos investidores. Assim, essas empresas conseguem tomar recursos emprestados mais prontamente, se necessário. Portanto, a relação entre tamanho e liquidez deve ser negativa, o que sugere que $\alpha_8 < 0$. Tamanho é também comumente utilizado como *proxy* para o nível de restrição financeira da firma (Almeida, Campello e Weisbach, 2004). Em geral, empresas menores têm acesso mais difícil a recursos externos por serem menos conhecidas e comumente mais jovens. Assim, o tamanho da empresa é um bom indicativo da sua capacidade de tomar recursos externos, o que as possibilita manter menor nível de liquidez.

Opler et al. (1999), Dittmar e Mahrt-Smith (2007) e os demais artigos relacionados incluem Fluxos de caixa (*FC*) no lado direito da Equação 3.2. Em geral, esses trabalhos ressaltam a relevância da assimetria de informação para a captação de recursos externos. Na presença de assimetria, as firmas têm o incentivo a acumular os fluxos de caixa gerados por suas atividades para garantir que terão recursos disponíveis no futuro. Firmas que geram mais abundantes fluxos de caixa devem conseguir acumular mais liquidez ao longo do tempo. Assim, esses trabalhos esperam que $\alpha_9 > 0$. Em paralelo, a volatilidade dos fluxos de caixa também deve alterar as decisões liquidez. Opler et al. (1999) citam que o risco nas entradas de caixa incentiva as firmas a manter, de forma precaucionaria, mais liquidez. Essa variável (σFC) é medida no nível de setor em cada país e se espera que $\alpha_{10} > 0$.

³¹Lembre-se que na presença de assimetria informacional, a firma evita emitir ações devido ao alto custo associado à sua emissão (Myers e Majluf, 1984).

Capital de giro (*CapG*) foi incluído como *proxy* para ativos não-caixa que podem rapidamente ser substituídos por caixa. Opler et al. (1999), por exemplo, sugerem que empresas podem, a partir de operações de *factoring* ou de securitização, trocar ativos recebíveis por ativos imediatamente líquidos. Nesse caso, a empresa poderia substituir seu capital de giro por liquidez imediata. Se assim for, $\alpha_{11} < 0$. Opler et al. (1999) e Dittmar e Mahrt-Smith (2007) encontraram tal resultado.

Incluiu-se, por fim, na Equação 3.2 o índice *Market-to-book* (*MtB*) como *proxy* para o nível de oportunidades de crescimento da firma. Dittmar e Mahrt-Smith (2007) sugerem que, se o acesso a recursos externos é custoso e está sujeito à assimetria informacional (Myers e Majluf, 1984), as firmas podem aumentar seu nível de liquidez presente para assegurar que serão capazes de executar oportunidades de investimento no futuro. Dessa forma, esses autores sugerem que empresas com maiores oportunidades de crescimento à vista devem manter mais ativos líquidos e, assim, $\alpha_{12} > 0$.

Equação Risk-taking

A Equação 3.3 testa a Hipótese 3 dessa tese. Para determinar a equação a seguir, utiliza-se como base os trabalhos de John et al. (2008) e Faccio et al. (2011).

$$\begin{aligned}
 RT_{i,t} = & \gamma_0 + \gamma_1 Ent_{i,t} + \gamma_2 Inst(3)_{i,t} + \gamma_3 DirP_{s,t} + \gamma_4 Wedge_{i,t} + \gamma_5 PCons_{i,t} + \gamma_6 Alav_{i,t} \\
 & + \gamma_7 Tam_{i,t} + \gamma_8 Cresc.Vendas_{i,t} + \gamma_9 ROA_{i,t} + \gamma_{10} Shar_j + \gamma_{11} Cred_j
 \end{aligned}
 \tag{3.3}$$

Em que,

RT = Risk-taking;

Ent = Entrincheiramento;

Inst.(3) = Direito de propriedade dos três maiores acionistas institucionais;

DirP = Direito de propriedade do maior acionista;

Wedge = *Wedge* de controle do maior acionista;

PCons. = Direito de propriedade dos membros do conselho de administração;

Alav = Alavancagem;

Tam = Tamanho;

Cresc.Vendas = Crescimento de Vendas entre *t* e *t* - 1;

ROA = Índice Retorno sobre o Ativo;

$Shar$ = Fator de proteção ao acionista (*shareholders protection*);

$Cred$ = Fator de proteção ao credor (*creditor rights*).

A variável de interesse da Equação 3.3 é o nível de entrincheiramento (Ent) do gestor. Na medida em que se tornam entrincheirados, espera-se que os gestores consigam tomar decisões de investimento que estejam majoritariamente de acordo com suas preferências em relação ao risco. Se gestores têm preferência por menor risco (Amihud e Lev, 1981), então entrincheiramento e risk-taking devem apresentar associação negativa. Dessa forma, deve-se observar $\gamma_1 < 0$.

Também se incluíram os fatores de proteção aos acionistas ($Shar$) e aos credores ($Cred$). Por um lado, John et al. (2008) demonstram que melhor proteção aos acionistas lhes facilita o monitoramento sobre o gestor e lhes proporciona a possibilidade de exercer pressão significativa sobre as decisões gerenciais. Maior proteção aos seus direitos também facilita que os acionistas substituam o gestor, caso seja de seu interesse. Se, por exemplo, o gestor atual estiver, do ponto de vista do acionista, demasiadamente conservador nas preferências sobre o risco, maior *shareholder protection* facilita sua substituição por um gestor cujas preferências sobre o risco sejam compatíveis às dos acionistas. Dessa forma, espera-se associação positiva entre essas variáveis e $\gamma_{10} > 0$. Já Acharya et al. (2011) demonstram que quando os credores têm seus direitos mais bem protegidos, o risk-taking da firma é menor. Eles argumentam que maior proteção ao credor eleva o risco e os custos de falência da firma, assim como impõe custos administrativos e pessoais aos acionistas e gestores. Para evitar (compensar) esses maiores custos, eles podem diminuir o risco dos investimentos em andamento da firma ou executar novos investimentos que diversifiquem esse risco. King e Wen (2011), por sua vez, argumentam que em ambientes com melhor proteção legal, os credores podem chegar a impor restrições a investimentos arriscados. Em ambos os casos, o risk-taking da firma observado deve ser menor e $\gamma_{11} < 0$.

A propriedade institucional ($Inst.(3)$) também foi incluída no lado direito da equação, o que está de acordo com Kim e Lu (2011). Eles utilizaram essa variável como medida da qualidade da governança externa da firma e encontraram que ela altera as

preferências do gestor em relação ao risco. Em particular, seus resultados apontam que a presença de investidores institucionais incentiva o risk-taking. Em paralelo, Ferreira e Matos (2008) sugerem que investidores institucionais têm papel ativo no monitoramento dos gestores. Se esses investidores foram ativos no monitoramento e mantiverem portfólios de investimento diversificados, deve-se observar associação positiva com a variável dependente. Logo, seguindo esses trabalhos, espera-se obter $\gamma_2 > 0$. Por sua vez, conforme os direitos de propriedade (*DirP*) do maior acionista aumenta, seu monitoramento sobre o gestor e capacidade de interferir nas decisões da firma também aumentam. Se acionistas têm preferência por mais risco (tal qual, a literatura anterior sugere, vide John et al. (2008), Laeven e Levine (2009), Paligorova (2010), Danielova et al. (2013)); então deve-se obter $\gamma_3 > 0$.

Espera-se observar associação positiva entre o *Wedge* de controle do maior acionista (*Wedge*) e risk-taking. Na medida em que a divergência de controle aumenta, dado um valor de direito de propriedade constante, o “custo” da expropriação para o acionista controlador diminui (vide Figura 2.3.1). Logo, para cada aumento no percentual de divergência de controle, o acionista controlador terá maior benefício privado pelo controle e, por essa razão, terá o incentivo de aumentar o risco da firma de acordo com suas preferências. Caso, em função do seu risco elevado, os projetos da firma tenham sucesso, o controlador poderá ampliar ainda mais seus benefícios privados sobre os recursos oriundos do sucesso desses projetos. Por outro lado, caso, em função do seu risco elevado, os projetos fracassem, o valor perdido por esse acionista estará restringido ao seu percentual de propriedade. Dessa forma, espera-se que $\gamma_4 > 0$. Um contraponto, porém, é levantado por John et al. (2008). Esses autores afirmam que acionistas controladores que usualmente apresentam divergência de controle, apresentam também alta concentração de riqueza na firma que eles controlam. Para eles, a divergência de controle só é possível em países com baixa proteção ao acionista que, comumente, também apresentam firmas com estrutura de propriedade altamente concentrada. Então, se acionistas que detêm *wedge* de controle são também aqueles cuja riqueza é concentrada na firma, deve-se esperar que esses acionistas também prefiram investimentos mais conservadores, de forma que a associação observada com risk-taking poderá ser negativa e $\gamma_4 < 0$.

Por fim, o Direito de propriedade dos membros do conselho de administração

(*PCons*) foi incluído para capturar as preferências dos membros do conselho em relação ao risco. Na medida em que sua propriedade aumenta, as preferências sobre o risco dos membros do conselho devem se aproximar às dos acionistas. Se for assim, deve-se observar $\gamma_5 > 0$.

Assim como nas equações anteriores, Alavancagem (*Alav*) foi incluída também no lado direito da Equação 3.3. Empresas mais alavancadas financeiramente devem apresentar maior variabilidade nas suas medidas de lucratividade, o que impacta positivamente no risk-taking medido. Também se espera que o endividamento aumente o incentivo dos acionistas à substituição do risco (*risk-shifting*) tal qual descrito em Jensen e Meckling (1976). Isso aponta para $\gamma_6 > 0$. No entanto, se o aumento do endividamento aumenta os incentivos de os credores monitorarem as decisões de investimento da firma e esses credores têm preferência por menor risco, então firmas altamente endividadas devem apresentar menor tomada de risco, tal que se deve observar $\gamma_6 < 0$

John et al. (2008) afirmam que empresas maiores (*Tam*) têm operações mais estáveis cujos retornos são menos voláteis. Se for assim, $\gamma_7 < 0$. Seguindo Faccio et al. (2011), incluiu-se o crescimento das vendas (*Cresc.Vendas*) na Equação 3.3 como *proxy* para as oportunidades de investimento. O argumento dos autores é o seguinte: se a firma possuir e executar um número grande de oportunidades de investimento cujos fluxos de caixa futuro são desconhecidos e incertos, então deve-se observar maior volatilidade nas suas entradas de fluxo de caixa de forma a se obter sinal positivo para γ_8 . Finalmente, incluiu-se também a performance da firma (*ROA*). Faccio et al. (2011) sugerem que gestores de qualidade mais baixa podem apresentar maior volatilidade na sua performance que gestores de mais alta qualidade, o que impactaria positivamente na medida de risk-taking. Esse impacto, no entanto, seria devido à qualidade do gestor e não às suas preferências sobre o risco. Assim, para controlar para essas possíveis diferenças na qualidade dos gestores, eles incluíram o índice ROA como variável de controle adicional da Equação 3.3. Se a baixa qualidade do gestor leva à maior volatilidade dos retornos da firma, então deve-se observar $\gamma_9 < 0$.

4 Resultados

4.1 Perquisites

Na Tabela 4.1, apresentam-se os resultados da estimação da Equação 3.1. Note que em todos os casos apresentados, há evidências de auto-correlação negativa de primeira ordem dos resíduos, porém não de segunda. Note também que todos os p-valores dos testes de Hansen de todos os modelos estão acima de 10% (Roodman, 2009b). Essas estatísticas indicam a qualidade dos instrumentos e a confiabilidade desses resultados.

Tabela 4.1: Resultados da estimação da relação entre Perquisites e Entrincheiramento

	+/-	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Propriedade do Gestor & Entrincheiramento</i>							
Prop. Gestor	-	0.91 ⁺	3.43**				0.36
		[1.88]	[2.65]				[0.13]
Prop. Gestor ²	+		-4.89**				-0.89
			[-2.60]				[-0.29]
Ent. 1	+			0.55**			0.52
				[2.61]			[1.07]
Ent. 2	+				2.60		2.28
					[1.17]		[1.00]
Ent. 3	+					-0.44***	-0.14
						[-3.73]	[-0.81]
<i>Proteção ao Investidor</i>							
Prot. Acionista	-	0.22	0.23 ⁺	0.23 ⁺	0.35*	0.19	0.42*
		[1.63]	[1.70]	[1.65]	[1.97]	[1.25]	[2.02]
Prot. Credor	-	-0.22	-0.22	-0.25	0.19	-0.39	0.04
		[-0.93]	[-0.96]	[-1.06]	[0.37]	[-1.36]	[0.08]
<i>Estrutura de Propriedade</i>							
Prop. Institucional	-	-0.67**	-0.64**	-0.66**	-0.92**	-0.82**	-0.90**
		[-2.70]	[-2.65]	[-2.64]	[-3.16]	[-2.85]	[-3.03]
Dir. de propriedade	-	-0.04	-0.03	-0.00	-0.17	-0.01	-0.19
		[-0.19]	[-0.12]	[-0.01]	[-0.71]	[-0.03]	[-0.79]
Wedge de controle	+	-0.75	-0.63	-0.64	0.55	-1.12 ⁺	0.45
		[-1.38]	[-1.18]	[-1.19]	[0.73]	[-1.69]	[0.61]
Prop. do conselho	-	-0.44	-0.60	-0.61	-1.73*	0.39	-2.14*

Continua a seguir...

... Tabela 4.1 continuação

	+/-	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
		[-0.71]	[-0.96]	[-0.99]	[-2.27]	[0.58]	[-2.29]
Variáveis de Controle							
Dívida Curto Prazo	-	-0.79*	-0.88*	-0.81*	-1.12***	-0.49	-1.04**
		[-2.03]	[-2.35]	[-2.09]	[-3.32]	[-1.05]	[-3.14]
Tamanho	+/-	0.28***	0.26***	0.28***	-0.02	0.40***	0.00
		[3.50]	[3.42]	[3.58]	[-0.18]	[3.57]	[0.01]
Market-to-book	+	0.39***	0.39***	0.43***	-0.02	0.45***	-0.02
		[3.98]	[4.14]	[4.20]	[-0.45]	[3.95]	[-0.63]
ROA	-	-1.97	-1.97	-2.33 ⁺	-0.48	-2.32	-0.47
		[-1.54]	[-1.56]	[-1.79]	[-0.63]	[-1.63]	[-0.63]
Constante	+/-	-4.98**	-4.40*	-4.96**	-8.41	-7.66**	-7.74
		[-2.69]	[-2.54]	[-2.73]	[-0.95]	[-2.99]	[-0.85]
Observações		16128	16128	16128	9566	16128	9566
AR(1)		-3.91	-4.14	-3.89	-5.08	-3.44	-4.99
AR(1) p-valor		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AR(2)		-0.81	-1.00	-1.02	-0.99	-0.81	-0.92
AR(2) p-valor		0.42	0.32	0.31	0.32	0.42	0.36
Hansen		17.04	18.08	16.73	25.86	12.82	24.62
Hansen: p-valor		0.25	0.32	0.27	0.17	0.17	0.22
Nr. de Instrumentos		158.00	161.00	158.00	161.00	153.00	165.00

Observações: + $p < 0.10$, * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$. Estatísticas t apresentadas dentro dos parênteses. A definição das variáveis é apresentada na Tabela B.1. As variáveis de Estrutura de Propriedade são instrumentalizadas pela média setor-país dos seus respectivos valores (desde que haja ao menos 3 observações no setor-país); esses instrumentos são tratados como exógenos e são incluídos no item *ivstyle* do *xtabond2* (Roodman, 2009b). A propriedade acionária do gestor, e entrincheiramento são tratadas como endógenas e seus instrumentos são as defasagens $t - 3$ a $t - 4$. As variáveis de controle são tratadas como pré-determinadas, seus instrumentos são as defasagens $t - 3$ a $t - 5$ (Colunas (1), (2), (3) e (5)) e as defasagens e $t - 2$ a $t - 5$ (Colunas (4) e (6)) e estão colapsados (Roodman, 2009a,b). Os fatores de proteção aos acionistas e aos credores são tratados como exógenos e são seus próprios instrumentos. Incluíram-se *dummies* de ano e interações entre *dummies* de país e ano. Resultados foram obtidos utilizando erros robustos.

Na parte inicial dessa tabela, apresentam-se os coeficientes das variáveis de Propriedade do gestor e entrincheiramento. Na Coluna (1), a Propriedade acionária do gestor apresentou coeficiente com sinal positivo e significativamente diferente de zero ao nível de 10%. Quando se insere também o termo quadrado da Propriedade acionária do gestor (Coluna (2)), observa-se associação não-linear com perquisites. Inicialmente, o consumo aumenta, após um certo ponto de propriedade acionária, passa a diminuir.

Utilizando-se os coeficientes da Coluna (2), o ponto de inflexão ocorre aproximadamente quando o gestor tem 35.1% de ações da firma ($\frac{3.43}{2*4.89}$). Dentre as 16.128 observações da Coluna (2), aproximadamente, 200 observações são de gestores que detêm mais de 35% de propriedade; ou 1.3% do total. Esse primeiro resultado vai de encontro ao esperado na Hipótese 1.

Quando se inclui uma *dummy* marcando apenas as firmas com gestores que têm propriedade acionária acima de 10% (*Ent 1*), vide Coluna (3), observa-se associação positiva e significativa com perquisites. Esse resultado, por sua vez, suporta o esperado e aponta que o entrincheiramento desses gestores aumenta o conflito de agência pelo consumo de perquisites. Note, no entanto, que os resultados da Coluna (2) indicam que a associação é não-linear. Observando essas duas colunas em conjunto, o efeito positivo encontrado parece ser evidência de que a relação antes do ponto de inflexão (entre 0% e 35% de propriedade do gestor) está dominando a associação após a inflexão (acima de 35% de propriedade do gestor) para as firmas marcadas pela *dummy Ent 1*. A substituição do limite de 10% para 20% (Claessens et al., 2000, Aslan e Kumar, 2012) também levou a um sinal positivo e significativo [p-valor < 0.10, estatística $t = 1.66$].

Por sua vez, a inclusão do logaritmo natural da idade do gestor (*Ent 2*) levou a um coeficiente que, apesar de positivo, não é significativamente diferente de zero (estatística $t = 1.17$). Já a *dummy* marcando gestores que também presidem o conselho de administração da firma (*Ent 3*) levou a um coeficiente negativo e significativo ao nível de 0.1%. Esse resultado é estritamente contrário ao esperado pela hipótese de pesquisa. Por fim, quando se incluem todas as variáveis conjuntamente, nenhuma das variáveis apresentou coeficiente significativo ao nível de 10%.

Em geral, os resultados da Tabela 4.1 são mistos e suportam apenas parcialmente a Hipótese 1 dessa pesquisa. Apesar de os coeficientes da propriedade do gestor terem apresentado significância nas Colunas (1) e (2), os sinais são contrários aos inicialmente esperados. Quando se tomam como base os trabalhos de Ang et al. (2000), Singh e Davidson III (2003) e Florackis e Ozkan (2009), tem-se a indicação de que o aumento da propriedade acionária leva ao menor consumo de perquisites. Essa relação negativa, nos resultados encontrados por essa pesquisa, ocorre apenas quando o gestor detém considerável percentual de ações da firma (ou, segundo o termo aqui utilizado, está entrincheirado). É possível que essa diferença de resultados tenha ocorrido devido ao

fato de que esses autores não inseriram o termo ao quadrado da Propriedade acionária. Logo, eles não investigaram a existência da relação não-linear encontrada por essa tese. Ainda assim, a relação no modelo da Coluna (1), mesmo que significativa apenas ao nível de 10%, aponta para uma possível associação positiva entre propriedade do gestor e perquisites. Esse resultado também contrariaria esses autores e não corrobora a hipótese de pesquisa apresentada.

Outra possível explicação para a associação *U-shaped* invertida encontrada na Coluna (2) pode ser traçada utilizando a pesquisa de Miguel et al. (2004) e Morck et al. (1988) e a análise uni-variada de Florackis (2008). Esses autores sugerem que os interesses do gestor se alteram duas vezes ao longo do espectro possível de propriedade acionária. Em baixos níveis de propriedade, seu aumento faz os interesses do gestor convergirem aos dos acionistas. Já em níveis intermediários, o aumento da propriedade causa o entrincheiramento do gestor. Em níveis altíssimos, no entanto, os gestores passam novamente a tomar decisões de acordo com as preferências dos acionistas. Essa argumentação, aponta para uma associação cúbica entre propriedade gerencial e conflitos de agência. Logo, é possível que os resultados da Coluna (2) estejam apresentando evidências que suportariam o segundo e terceiro trechos de uma eventual associação cúbica.

Para testar essa interpretação, incluiu-se o termo Propriedade acionária do gestor elevada à terceira potência no modelo da Coluna (2). Os resultados (omitidos, mas disponíveis sob solicitação) não confirmaram o argumento de Miguel et al. (2004) e Florackis (2008). Observou-se que o termo ao cubo levou a um coeficiente com sinal positivo, porém não significativamente diferente de zero (estatística $t = 1.40$). O termo ao quadrado manteve sinal negativo e significativo com p -valor < 0.10 . O termo em nível manteve sinal positivo e significância com p -valor < 0.05 . Em outras palavras, embora os sinais dos coeficientes encontrados suportem a interpretação desses autores, o termo cúbico não apresentou coeficiente significativo. Esse resultado corrobora o sinal encontrado na Coluna (1), mas novamente vai de encontro ao esperado e aos trabalhos de Florackis (2008), Florackis e Ozkan (2009).

Outra possível explicação para essa diferença pode ser extraída de diferenças entre as bases de dados utilizadas por essa pesquisa e pelas pesquisas anteriores que utilizaram *asset turnover* como medida empírica para os custos de agência do consumo

de perquisites. Ao contrário dessa pesquisa, os trabalhos anteriores investigaram apenas empresas do mesmo país e, coincidentemente, países com a mesma origem legal. Singh e Davidson III (2003), Florackis (2008) e Florackis e Ozkan (2009), por exemplo, estudaram empresas do U.K.; Ang et al. (2000) analisaram pequenas empresas Americanas e Fleming et al. (2005) analisaram empresas Australianas. Embora em todas as estimações, tenha-se incluído efeitos fixos de país, é possível que a amostra dessa pesquisa, que contém 35 países, esteja direcionando a diferença entre os resultados.

Para testar essa possibilidade, incluiu-se nos modelos das duas primeiras colunas, uma interação entre propriedade do gestor e uma *dummy* que marca países cuja origem legal é *English common law* (resultados foram omitidos). Nos dois casos, essa interação não apresentou coeficiente significativo e os sinais e significâncias de propriedade do gestor e seu quadrado se mantiveram iguais aos originais. Logo, tampouco se encontraram evidências de que esses países em especial apresentam associação distinta entre propriedade do gestor e perquisites dos demais países. Finalmente, em um último teste também não reportado, estimaram-se novamente as duas primeiras colunas apenas com empresas dos três países estudados por esses autores: U.K., U.S. e Austrália (ao todo, 3.358 observações). No modelo da Coluna (1), embora, o sinal encontrado de propriedade do gestor tenha sido negativo (tal qual os trabalhos mencionados), ele não foi significativo. Na Coluna (2), os sinais se mantiveram os mesmos da Tabela 4.1, inicialmente positivo, após a inflexão, negativo. Após esses testes, então, interpreta-se que os resultados aqui encontrados parecem robustos e indicam que, na amostra internacional utilizada, a associação entre propriedade do gestor e perquisites parece ser *U-shaped* invertida.

De forma surpreendente, o fator de proteção aos acionistas apresentou associação positiva com perquisites em quatro dos seis modelos da Tabela 4.1. Esse resultado também contraria a literatura anterior que sugere que melhor proteção aos acionistas diminui o conflito de agência entre acionistas e gestores. Observa-se aqui justamente o contrário: a proteção ao acionista parece diminuir a eficiência na utilização dos ativos da firma e estar associada a maior custo de agência do consumo de perquisites. Para confirmar a robustez desse resultado, substituiu-se o fator 1 de proteção ao acionista pelo fator 2. Os novos coeficientes apresentaram agora sinal negativo mas não foram significativos em todos dos casos (resultados omitidos).

Em relação às variáveis de estrutura de propriedade, em ao menos três casos se encontraram alguma associação com Perquisites. A associação mais consistente foi com Direito de propriedade de acionistas institucionais. Em todos os casos, o sinal foi negativo e significativo ao nível de 1%. Esse resultado está de acordo com a intuição de que investidores institucionais têm particular interesse nas decisões de investimento da firma (Florackis, 2008). Assim, esses investidores monitoram de perto os gestores e levam-no a consumo menor de perquisites. Também o Direito de propriedade dos membros do conselho parece mitigar o consumo de perquisites, porém apenas nas amostras mais enxutas utilizadas nas Colunas (4) e (6) o coeficiente negativo dessa variável foi significativo ($p\text{-valor} < 0.10$). Esse resultado está de acordo com os argumentos de Jensen (1993) e Raheja (2005) que indicam que os membros do conselho que detêm ações da companhia têm maiores incentivos ao monitoramento e conseguem fazê-lo de forma mais barata que os demais integrantes do conselho e da estrutura de propriedade da firma. Por fim, o *Wedge* de controle do acionista controlador teve associação negativa na Coluna (5), ao passo que os Direitos de propriedade não apresentaram associação significativa em nenhum caso. Esses dois últimos resultados contrariam as expectativas iniciais. Em especial, a falta de significância do coeficiente da concentração de direito a voto do maior acionista parece contrariar os resultados de Florackis (2008).

Finalmente, observou-se também evidências de que a dívida de curto prazo diminui o consumo de perquisites. Esse resultado corrobora Florackis (2008) e Florackis e Ozkan (2009) e suporta seu argumento de que a maturidade das dívidas é um relevante mecanismo de mitigação desse conflito de agência, em particular. Em especial, o coeficiente negativo encontrado sugere que o menor prazo do endividamento diminui a discricionariedade dos gestores e os leva a decisões com consumo menor de perquisites.

Finalmente, observou-se que duas das três variáveis de controle apresentaram a associação significativa. Inicialmente, observa-se maior consumo de perquisites em empresas maiores. Esse resultado suporta a interpretação de Singh e Davidson III (2003) de que as operações mais complexas das empresas maiores aumenta a discricionariedade do gestor e também o conflito de agência estudado. Também se observou que firmas com mais oportunidades de crescimento apresentam maior consumo de perquisites. Esse achado suporta a interpretação de que a maior assimetria informacional dessas firmas facilita a discricionariedade do seu gestor e decisões afins às preferências particulares.

4.2 Liquidez

A Tabela 4.2, apresentada a seguir, contém os resultados da estimação da Equação 3.2. Tem-se nessa tabela seis colunas. Em cada coluna se inclui uma variável diferente de entrincheiramento e, na última, se incluem todas conjuntamente. Em todos os modelos apresentados, observa-se a esperada auto-correlação de primeira ordem negativa nos resíduos (todos p-valores < 0.001), porém não se observa correlação de segunda ordem significativa (todos p-valores > 0.10). Os p-valores dos testes de Hansen estão dentro da faixa aceitável, o que sugere adequação dos instrumentos utilizados. A exceção é o modelo da Coluna (6), cujo p-valor do teste é 0.07. Em um teste adicional, excluiu-se a variável *Ent 2* desse modelo (resultado omitido, porém disponível sob solicitação) e chegou-se ao p-valor = 0.13, o que está acima do limite mínimo sugerido por Roodman (2009b) e sinaliza que os instrumentos são válidos.

Tabela 4.2: Resultados da estimação da relação entre Liquidez e Entincheiramento

	+/-	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Propriedade do Gestor & Entincheiramento</i>							
Prop. Gestor	-	-0.32**	-1.01***				-2.03**
		[-2.84]	[-4.02]				[-3.10]
Prop. Gestor ²	+		1.42***				2.14**
			[3.60]				[2.80]
Ent. 1	+			-0.14***			0.23*
				[-3.42]			[2.22]
Ent. 2	+				0.95*		0.42
					[2.54]		[1.58]
Ent. 3	+					0.12***	0.10***
						[7.02]	[3.96]
<i>Proteção ao Investidor</i>							
Prot. Acionista	-	0.15***	0.13***	0.14***	0.23***	0.18***	0.12*
		[4.10]	[3.55]	[3.94]	[4.44]	[4.81]	[2.52]
Prot. Credor	+	0.05*	0.05*	0.05*	0.03	0.05*	0.02
		[2.22]	[2.27]	[2.20]	[0.56]	[2.28]	[0.44]
<i>Estrutura de Propriedade</i>							
Prop. Institucional	-	0.02	0.02	0.02	-0.01	0.02	-0.02
		[0.61]	[0.65]	[0.68]	[-0.15]	[0.66]	[-0.32]
Dir. de propriedade	-	-0.04	-0.04	-0.04	0.02	-0.05	0.01

Continua a seguir...

... Tabela 4.2 continuação

	+/-	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
		[-1.12]	[-1.22]	[-1.30]	[0.33]	[-1.62]	[0.17]
Wedge de controle	+	0.23**	0.22**	0.22**	0.10	0.23**	0.04
		[3.10]	[2.99]	[3.00]	[0.78]	[2.91]	[0.32]
Prop. do conselho	-	-0.13	-0.11	-0.10	-0.38**	-0.29***	-0.19
		[-1.40]	[-1.27]	[-1.08]	[-3.13]	[-4.16]	[-1.41]
Variáveis de Controle							
Alavancagem ^{net}	+/-	0.16***	0.15***	0.16***	0.18 ⁺	0.16***	0.19**
		[3.42]	[3.37]	[3.47]	[1.74]	[3.53]	[2.93]
Tamanho ^{net}	-	-0.12***	-0.12***	-0.12***	-0.10***	-0.13***	-0.12***
		[-10.36]	[-10.41]	[-10.46]	[-5.18]	[-10.51]	[-7.90]
Fluxos de caixa ^{net}	+	-0.02	-0.02	-0.02	0.20	-0.01	-0.03
		[-0.76]	[-0.77]	[-0.66]	[1.52]	[-0.41]	[-0.55]
σ Flx. de caixa ^{net}	+	0.14	0.19	0.18	1.08*	-0.01	0.58
		[0.48]	[0.65]	[0.60]	[2.00]	[-0.02]	[1.30]
Capital de Giro ^{net}	-	-0.06	-0.06	-0.06	-0.25*	-0.06	-0.15**
		[-1.45]	[-1.52]	[-1.46]	[-2.12]	[-1.46]	[-2.61]
Market-to-book ^{net}	+	0.06***	0.06***	0.06***	0.07***	0.06***	0.06***
		[12.10]	[12.08]	[12.01]	[8.35]	[11.50]	[8.89]
Constante	+/-	2.36***	2.29***	2.33***	-2.09	2.53***	0.51
		[10.18]	[10.24]	[10.28]	[-1.50]	[10.32]	[0.46]
Observações		20914	20914	20914	10999	20914	10999
AR(1)		-5.58	-5.87	-5.76	-4.26	-5.73	-4.88
AR(1) p-valor		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AR(2)		-1.45	-1.57	-1.52	-1.62	-1.41	-1.57
AR(2) p-valor		0.15	0.12	0.13	0.11	0.16	0.12
Hansen		147.67	149.98	152.63	125.90	141.18	159.50
Hansen: p-valor		0.14	0.14	0.12	0.13	0.22	0.07
Nr. de Instrumentos		208.00	211.00	211.00	182.00	207.00	212.00

Observações: + $p < 0.10$, * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$. Estatísticas t apresentadas dentro dos parênteses. A definição das variáveis é apresentada na Tabela B.1. As variáveis de Estrutura de Propriedade são instrumentalizadas pela média setor-país dos seus respectivos valores (desde que haja ao menos 3 observações no setor-país); esses instrumentos são tratados como exógenos e são incluídos no item *ivstyle* do *xtabond2* (Roodman, 2009b). A propriedade acionária do gestor, e entrincheiramento são tratadas como endógenas e seus instrumentos são as defasagens $t - 3$ a $t - 4$. As variáveis de controle são tratadas como pré-determinadas, seus instrumentos são as defasagens $t - 1$ a $t - 8$. Os fatores de proteção aos acionistas e aos credores são tratados como exógenos e são seus próprios instrumentos. Incluíram-se *dummies* de ano, indústria (Fama e French, 1997), e país. Resultados foram obtidos utilizando erros robustos.

Na Coluna (1), inclui-se apenas a propriedade do gestor como variável explicativa, além dos fatores de proteção aos investidores, das variáveis de governança e das

variáveis de controle. A propriedade do gestor apresenta sinal negativo e significativo, o que está de acordo com Ozkan e Ozkan (2004). Esse resultado indica que a propriedade acionária alinha os interesses dos gestores aos dos acionistas e que, conforme sua propriedade acionária cresce, o gestor passa a manter menor nível de liquidez. Quando se inclui o quadrado do valor da propriedade acionária do gestor na Coluna (2), obtêm-se sinal positivo e significativo. Esse resultado corrobora o argumento de Morck et al. (1988) de que em altos valores de propriedade acionária, o gestor passa a tomar decisões menos eficientes e, possivelmente, passa a se preocupar mais com sua continuidade na posição. Utilizando os coeficientes da Coluna (2), o ponto de inflexão dessa relação é aproximadamente quando o gestor possui 36% das ações da firma ($\frac{1.01}{2*1.42}$). Das quase 21.000 observações da Coluna (2), 288 observações são de gestores que detêm mais de 36% de propriedade (aproximadamente, 1.4% do total). Ozkan e Ozkan (2004) encontraram que, em empresas Inglesas, o mesmo ponto de inflexão ocorre aproximadamente quando a propriedade acionária do gestor está em torno de 24%. Naturalmente, a amostra utilizada por essa pesquisa é mais heterogênea e inclui empresas de países com proteção legal aos investidores consideravelmente menor que o país estudado por Ozkan e Ozkan (2004). Ainda assim, observa-se que o ponto de inflexão encontrado por essa pesquisa não está muito distante do encontrado por esses autores.

Quando se inclui a *dummy* que marca empresas cujos gestores têm mais de 10% de suas ações (*Ent 1*), observa-se um coeficiente negativo e significativo (Coluna (3)). Interpretando os resultados da Coluna (3) em conjunto aos da Coluna (2), tem-se indicações de que o nível de 10% pode não ser suficiente para atestar entrincheiramento do gestor em relação a decisões de liquidez. Em particular, o entrincheiramento do gestor parece ocorrer próximo aos 36% de propriedade, tal qual a Coluna (2) sugere. Logo, é provável que o sinal negativo de *Ent 1* na Coluna (3) esteja indicando que o efeito alinhamento (entre 0% e 36%), provocado pelo aumento da propriedade gerencial em baixos níveis, está dominando o efeito entrincheiramento (acima de 36%). Note também que na Coluna (6), quando se inclui todas as variáveis relacionadas à propriedade gerencial e entrincheiramento, *Ent 1* apresenta o sinal positivo esperado e suporta a Hipótese 2.

Um sinal negativo também é obtido quando se altera o *threshold* de *Ent* 1 de 10% para 20% no modelo da Coluna (3). Porém, a significância do coeficiente é menor [p-valor < 0.05, Estatística t = -2.38]. Quando se faz a mesma alteração no modelo da Coluna (6), o coeficiente de *Ent* 1 passa a ser positivo e significativo [p-valor < 0.05, Estatística t = 2.19]—o que novamente suporta a Hipótese 2. Esses resultados foram omitidos mas estão disponíveis sob solicitação.

O logaritmo natural da Idade do gestor (*Ent* 2) e a *dummy* que marca se o gestor preside o conselho (*Ent* 3) apresentaram o sinal positivo e significativo conforme o esperado. Ambos os termos suportam a intuição da Hipótese 2 e sugerem que gestores entrincheirados preferem a manutenção de maior nível de liquidez. Embora o coeficiente de *Ent* 2 tenha sido significativo apenas ao nível de 5%, o coeficiente de *Ent* 3 foi significativo ao nível de 0.1%.

O fator de Proteção aos Acionistas apresentou coeficiente com sinal sempre positivo e significativo. Nos modelos das Colunas (1) a (5), o p-valor do fator foi sempre < 0.001, apenas na Coluna (6) que se observa p-valor < 0.05. Esse resultado contraria as evidências internacionais de Dittmar et al. (2003) que encontraram associação negativa entre suas medidas de proteção ao acionista e liquidez. Esse resultado, contudo, suporta Harford et al. (2008), Guney et al. (2007) e, mais recentemente, Iskandar-Datta e Jia (2014).

Há ao menos três possíveis explicações para essa diferença nos resultados aqui encontrados aos encontrados por Dittmar et al. (2003). Inicialmente, é possível que a menor assimetria de informação entre acionista e gestor nos mercados com alta proteção ao acionista mitigue os custos de agência de o gestor manter alto nível de liquidez. Em países com baixa proteção ao acionista, no entanto, gestores evitam manter liquidez e preferem prontamente investir os fluxos de caixa da firma, ainda que em projetos ineficientes (Jensen, 1986, Stulz, 1990, Harford et al., 2008). Como resultado, observa-se maior liquidez em firmas que operam sob melhor proteção ao acionista.³² É possível ainda que esse aumento da liquidez observada nas firmas desses países seja reflexo das condições macroeconômicas do período analisado por essa pesquisa. Ao contrário de Dittmar et al. (2003), essa pesquisa utiliza dados a partir de 2010, período pós-crise *subprime*. Se esse período é marcado pelo aumento significativo da liquidez dos merca-

³²Harford et al. (2008) chama essa explicação de *spending hypothesis*.

dos de capitais em geral, mas principalmente no mercado das economias desenvolvidas; é possível que parte dessa liquidez tenha se deslocado ao caixa das firmas, o que leva à maior liquidez que se observa nessas firmas.

Por fim, uma explicação mais remota para os resultados aqui encontrados é o fato de Dittmar et al. (2003) ter utilizado o índice *Antidirector rights* (La Porta et al., 1998) ao passo que essa pesquisa utiliza um fator que contempla um grupo mais heterogêneo de índices de proteção ao acionista. Logo, é possível que a associação observada seja reflexo da medida empírica de Proteção ao acionista utilizada. Para checar essa possibilidade, retomou-se aos modelos apresentados na Tabela 4.2, porém com a substituição do Fator 1 da medida de Proteção ao acionista pelo Fator 2. Os resultados são apresentados na Tabela B.3 do Apêndice B. Note que a nova medida de Proteção ao acionista tem agora sinal negativo, conforme esperado. Exceto na Coluna (6), em todos os demais casos, o coeficiente é significativo ao nível de 5%.

Por outro lado, na Tabela 4.2, o fator relacionado à proteção aos credores apresentou coeficientes com o sinal sempre positivo e, majoritariamente, significativo ao nível de 5%. Embora significativo na maioria dos casos, é preciso cautela na interpretação desse resultado, pois a significância do coeficiente foi obtida apenas ao nível de 5% e 2 de 6 modelos apresentaram p-valor > 0.10 . Ainda assim, esse sinal positivo corrobora os argumentos de Acharya et al. (2011), Guney et al. (2007) e Yung e Nafar (2014) e indica que os gestores optam por ser mais conservadores frente à maior probabilidade de a firma ir à falência causado pelo aumento no nível do direito dos credores. Esse resultado também corrobora o argumento de que a proteção aos credores aumenta seu poder de barganha, o que facilita que pressionem a firma a manter mais liquidez (Guney et al., 2007).

No que se refere às variáveis de estrutura de propriedade, observa-se que apenas *Wedge* de controle e a Propriedade acionária do conselho de administração apresentam coeficientes com alguma medida de significância. *Wedge* de controle apresentou associação positiva com liquidez nos modelos das Colunas (1), (2), (3) e (5). Esse resultado corrobora o argumento de que a divergência de controle incita o acionista ao expropriação dos recursos da firma e, portanto, a manter maior nível de liquidez (Ozkan e Ozkan, 2004).

Em paralelo, há alguma evidência de que o Direito de propriedade dos membros do conselho de administração os incita ao monitoramento do gestor e à diminuição da liquidez da firma. Esse resultado, no entanto, aparece apenas nas Colunas (4) e (5). É possível que isso seja devido à inclusão da propriedade do gestor (Colunas (1) e (2)) e de *Ent* 1 na Coluna (3), que, por sua vez, também está relacionada à propriedade acionária do gestor. Há duas possíveis razões. Inicialmente, o gestor que possui ações da firma já têm seus interesses alinhados aos dos acionistas, de forma que o efeito do monitoramento dos membros do conselho sobre suas ações é apenas marginal e, assim, o coeficiente da Propriedade do conselho se torna insignificativo. Adicionalmente, é possível que haja uma sobreposição entre os efeitos da propriedade dos membros do conselho e a propriedade do gestor em virtude de o gestor também fazer parte do conselho. A correlação de 0.53 (vide Tabela B.2 do Apêndice) entre essas variáveis suporta essa interpretação. De todo modo, ambas as variáveis apresentam associação negativa com liquidez, o que suporta o argumento de que membros do conselho monitoram o gestor.

Adicionalmente, firmas mais alavancadas apresentaram maior nível de liquidez. Isso suporta Ozkan e Ozkan (2004) e Guney et al. (2007) que sugerem que gestores de firmas alavancadas tentam minimizar o risco de falência e, por essa razão, mantêm mais liquidez. Ozkan e Ozkan (2004) e Guney et al. (2007) destacam que essa relação positiva deveria ser particularmente relevante em níveis altíssimos de Alavancagem. Em testes não reportados (disponíveis sob solicitação), incluiu-se o termo Alavancagem ao quadrado no modelo da Coluna (6). O resultado obtido corroborou o argumento deles e indicou relação não-linear entre alavancagem e liquidez (inicialmente, a associação é negativa; após a inflexão, é positiva).

Em relação às variáveis de controle, firmas menores e com melhores oportunidades de crescimento mantêm maior nível de liquidez. Esses resultados corroboram a noção de que a assimetria de informação é um importante determinante da política de liquidez (Opler et al., 1999) e sugerem que firmas com maior assimetria também mantêm maior liquidez, possivelmente para garantir capacidade futura de investimento. Os Fluxos de Caixa, a Volatilidade dos fluxos de caixa e o Capital de Giro da firma não apresentaram associação significativa com Liquidez.

4.3 Risk-taking

Apresenta-se a seguir os resultados da equação de Risk-taking na Tabela 4.3. Note inicialmente que, majoritariamente, há auto-correlação de primeira ordem nos erros das estimações apresentadas, porém não há auto-correlação de segunda ordem. A exceção é o modelo da Coluna (4). Nesse caso em particular, ainda há auto-correlação de segunda ordem nos resíduos. Essa estatística oferece evidência clara da inadequação dos instrumentos dessa estimação. Mesmo alterando as defasagens desses instrumentos, não se alcançaram resultados que atendessem satisfatoriamente a esse requisito. Tão logo, percebeu-se que a origem desse problema é a inclusão da variável *Ent 2*. Dessa forma e para evitar a interpretação de estimativas inadequadas, não se incluiu essa variável no modelo da Coluna (6). Note, por fim, que em todos os casos, o p-valor do teste de Hansen ficou acima de 10% o que sinaliza adequação dos instrumentos. Assim, com exceção da Coluna (4), entende-se que esses resultados são confiáveis.

Tabela 4.3: Resultados da estimação da relação entre Risk-taking e Entrincheiramento

	+/-	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Propriedade do Gestor & Entrincheiramento</i>							
Prop. Gestor	+	-0.01 [-0.52]	-0.12* [-2.54]				0.03 [0.25]
Prop. Gestor ²	-		0.20* [2.57]				0.05 [0.39]
Ent. 1	-			-0.02* [-2.05]			-0.03+ [-1.65]
Ent. 2	-				-0.29** [-3.04]		
Ent. 3	-					0.01* [2.42]	0.01* [2.37]
<i>Proteção ao Investidor</i>							
Prot. Acionista	+	0.00 [1.32]	0.00 [1.33]	0.00 [1.36]	0.01* [2.10]	0.00 [1.37]	0.00 [1.34]
Prot. Credor	-	0.03** [3.07]	0.03** [3.06]	0.03** [3.09]	-0.03* [-2.41]	0.03** [3.11]	0.03** [2.92]
<i>Estrutura de Propriedade</i>							
Prop. Institucional	+	-0.00 [-0.64]	-0.00 [-0.59]	-0.00 [-0.65]	0.02 [0.88]	-0.00 [-0.45]	-0.00 [-0.58]
Dir. de propriedade	+	-0.00 [-0.22]	-0.00 [-0.54]	-0.00 [-0.38]	-0.03 [-1.50]	-0.00 [-0.31]	-0.00 [-0.46]

Continua a seguir...

... Tabela 4.3 continuação

	+/-	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Wedge de controle	+/-	0.05*	0.04*	0.05*	-0.05	0.05*	0.05*
		[2.34]	[2.17]	[2.33]	[-1.09]	[2.42]	[2.30]
Prop. do conselho	+	-0.06**	-0.06**	-0.06*	-0.06	-0.08***	-0.06**
		[-2.83]	[-2.65]	[-2.54]	[-1.60]	[-3.74]	[-2.63]
Variáveis de Controle							
Alavancagem	+/-	0.00	0.00	0.00	-0.01	0.00	0.01
		[0.07]	[0.18]	[0.10]	[-0.44]	[0.11]	[0.30]
Tamanho	-	-0.02***	-0.02***	-0.02***	-0.01**	-0.02***	-0.02***
		[-5.21]	[-5.18]	[-5.34]	[-2.87]	[-5.07]	[-5.19]
Cresc. de Vendas	+	0.02***	0.02***	0.02***	0.01 ⁺	0.02***	0.02***
		[4.74]	[4.73]	[4.78]	[1.86]	[4.76]	[4.71]
ROA	-	0.08	0.08	0.09	0.04	0.10	0.06
		[1.23]	[1.14]	[1.31]	[0.65]	[1.44]	[0.99]
Constante	+/-	0.35***	0.35***	0.36***	1.49***	0.39***	0.36***
		[5.63]	[5.61]	[5.78]	[3.85]	[5.44]	[5.63]
Observações		19982	19982	19982	10359	19982	19982
AR(1)		-4.26	-4.29	-4.30	-2.57	-4.41	-4.37
AR(1) p-valor		0.00	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00
AR(2)		-0.92	-0.98	-0.97	-3.55	-0.95	-0.96
AR(2) p-valor		0.36	0.33	0.33	0.00	0.34	0.34
Hansen		40.22	43.13	38.88	59.42	37.64	48.98
Hansen: p-valor		0.37	0.34	0.43	0.46	0.44	0.25
Nr. de Instrumentos		187.00	190.00	187.00	181.00	186.00	195.00

Observações: + $p < 0.10$, * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$. Estatísticas t apresentadas dentro dos parênteses. A definição das variáveis é apresentada na Tabela B.1. As variáveis de Estrutura de Propriedade são instrumentalizadas pela média setor-país dos seus respectivos valores (desde que haja ao menos 3 observações no setor-país); esses instrumentos são tratados como exógenos e são incluídos no item *ivstyle* do *xtabond2* (Roodman, 2009b). A propriedade acionária do gestor, e entrincheiramento são tratadas como endógenas e seus instrumentos são as defasagens $t - 3$ a $t - 4$. As variáveis de controle são tratadas como pré-determinadas, seus instrumentos são as defasagens $t - 3$ a $t - 4$. Os fatores de proteção aos acionistas e aos credores são tratados como exógenos e são seus próprios instrumentos. Incluíram-se *dummies* de ano e interações entre *dummies* de país e ano. Resultados foram obtidos utilizando erros robustos.

Na parte superior da Tabela 4.3, tem-se os resultados após a inclusão da propriedade do gestor e das variáveis de entrincheiramento. Percebe-se que as associações encontradas suportam parcialmente a intuição da Hipótese 3. Na Coluna (1), propriedade do gestor não teve relação com risk-taking, mas na Coluna (2), os dois termos apresentaram associação significativa. Inicialmente, o aumento da propriedade do gestor diminui sua propensão ao risco. A partir de certo ponto, no entanto, a propriedade

gerencial passa a estar positivamente associada a risk-taking. Utilizando os coeficientes obtidos na Coluna (2), esse ponto de inflexão ocorre aproximadamente quando o gestor tem em torno de 30,0% de propriedade ($\frac{-0.12}{2*0.20}$). Aproximadamente 400 das quase 20.000 observações da Tabela 4.3 são de gestores com mais de 30% de propriedade acionária (i.e. em torno de 2% do total de observações). Em geral, essa curva vai de encontro ao esperado e não suporta a Hipótese 3 dessa tese.

Quando se inclui a *dummy* que marca gestores que possuem mais de 10% das ações da firma (*Ent 1*) na equação, obtém-se o sinal negativo esperado. Esse resultado em particular suporta a Hipótese 3 e indica que, na média, gestores que também são controladores da firma (segundo a definição de Claessens et al. (2002)) tomam menos risco. Da mesma forma que nos casos das Tabelas 3.2 e 3.1, o sinal obtido para *Ent 1* é o mesmo de Propriedade do gestor em nível. Em todos os casos, o ponto de inflexão ficou igual ou acima de 30% de propriedade do gestor, de modo que, quando se inclui *Ent 1*, o efeito antes dos pontos de inflexão parece dominar o efeito após a inflexão. A substituição do limite de 10% para 20% também levou a um coeficiente negativo, mas não significativo (estatística $t = -0.99$).

Da Coluna (5), observa-se que gestores que também são o presidente do conselho de administração (*Ent 3*) parecem tomar mais risco. Esse resultado contraria a intuição da Hipótese 3 dessa pesquisa. Da mesma forma que na Equação 3.1, cuja variável dependente é consumo de perquisites, parece que o fato de os gestores estarem em contato mais próximo aos membros do conselho mitiga (ao invés de aumentar) o conflito de agência entre gestor e acionista em relação a perquisites e tomada de risco. É possível, por exemplo, que o fato de esses gestores estarem em contato mais direto com os membros do conselho—que, presumidamente, têm suas preferências alinhadas às dos acionistas—facilita a comunicação entre gestor e acionista e assim aproximam suas preferências (Lin e Chuang, 2011) ao invés de aumentar o poder de barganha do gestor, tal qual as hipóteses dessa pesquisa assumem. No entanto, é preciso cautela nessa interpretação uma vez que, na equação de liquidez (Equação 3.2), *Ent 3* apresentou sinal positivo e significativo, o que é contrário às preferências dos acionistas e entra em conflito com essa interpretação.

O fator de proteção ao acionista, em nenhum caso, apresentou associação significativa com risk-taking. Isso vai de encontro a John et al. (2008) e Paligorova (2010),

que encontraram associação positiva entre risk-taking e proteção aos acionistas. Por sua vez, encontrou-se associação positiva entre o fator de proteção ao credor e risk-taking, o que vai de encontro a Acharya et al. (2011). Ambos os resultados contrariam as evidências anteriores; no primeiro caso, a falta de significância, no segundo, a significância de associação positiva.

Para testar a robustez especificamente desses resultados de proteção aos investidores, estimaram-se novamente os modelos da Tabela 4.3 sem a inclusão das *dummies* de país (após a interação com as *dummies* de ano). Essa possibilidade deriva da fórmula que se utilizou para mensurar empiricamente risk-taking (vide Tabela B.1). Tal qual John et al. (2008) e Mishra (2011), para calcular essa variável, ajustou-se o índice ROA por país. Especificamente, para cada ano entre 2010 e 2013, tomou-se a diferença entre o índice ROA da firma e a média do índice ROA no país em que a firma opera. A seguir, calculou-se o desvio-padrão dessa diferença utilizando uma janela de quatro anos ($t - 3$ até t). Tal qual é construída, a medida de risk-taking controla algumas características do país. Apesar disso, optou-se por incluir *dummies* de país nos modelos apresentados na Tabela 3.3. Logo, é possível que haja alguma sobreposição entre a fórmula empírica e a inclusão das dessas *dummies* nas estimações apresentadas nessa tabela.

Para testar essa possibilidade, estimaram-se novamente os modelos da Tabela 3.3 excluindo-se as referidas *dummies* de país. Os resultados se encontram na Tabela B.4 do Apêndice B. Observam-se nesses novos resultados evidência de associação positiva entre proteção ao acionista e risk-taking, tal qual John et al. (2008) discutem. O coeficiente desse fator apresentou sinal positivo e significativo em todos os modelos.³³ Adicionalmente, o fator de proteção ao credor manteve sinal positivo e significativo em todos os modelos. Esse resultado contraria as evidências prévias de Acharya et al. (2011), que encontraram decisões mais conservadoras em empresas que operam em países com maior proteção ao acionista. Os coeficientes das demais variáveis mantiveram virtualmente o mesmo sinal e significância.

Em relação às variáveis de estrutura de propriedade, apenas o *Wedge* de controle do acionista controlador apresentou associação consistentemente significativa com a

³³Note que os resultados da Coluna (4) da Tabela B.4 sofrem o mesmo revés da Coluna (4) da Tabela 3.3. Note também que a exclusão dessas *dummies* do conjunto de instrumentos levou à diminuição do p-valor do teste de Hansen para um limiar próximo a 10%.

medida de risk-taking. O sinal encontrado foi positivo, o que indica que empresas cujos controladores têm percentual de direitos a voto maior que de direitos de fluxo de caixa tomam decisões de investimento mais arriscadas. Esse resultado está de acordo com a literatura prévia que indica que acionistas preferem maior nível de risco nos investimentos (John et al., 2008, Faccio et al., 2011) e com o discutido no capítulo anterior. Em especial, acionistas que detêm mais *wedge* de controle têm também maior incentivo a expropriar os recursos da firma (vide Figura 2.3.1). Sendo as decisões de risco uma forma em potencial pela qual os acionistas expropriam riqueza dos credores (Black e Scholes, 1973, Jensen e Meckling, 1976), é esperado que se observe associação positiva entre *wedge* de controle e risk-taking.

Também se encontrou associação negativa entre a o Direito de propriedade dos membros do conselho de administração e risk-taking. A intuição inicial acerca da associação entre essas variáveis apontava para uma associação positiva. Basicamente, sob a hipótese de que os membros do conselho preservam os interesses dos acionistas, que por sua vez, desejam mais risk-taking, então se deveria observar coeficiente com sinal positivo. No entanto, se observa aqui justamente o contrário e esses resultados sugerem que conselheiros que também possuem ações da firma estão associados com decisões mais conservadoras.

Finalmente, em relação às variáveis de controle, empresas maiores apresentaram menor risk-taking. Isso está de acordo com John et al. (2008) e sugere que essas empresas têm projetos e linhas de produtos mais diversificados que levam à menor risco de seus retornos. Além disso, o crescimento das vendas, *proxy* para oportunidades de investimento, apresentou associação positiva com risk-taking. Isso está de acordo com o argumento de Faccio et al. (2011) que sugerem que a maior disponibilidade de projetos futuros cujos retornos são incertos leva a firma ter maior volatilidade no seu índice ROA.

4.4 Risk-taking & Perquisites

Com base na Hipótese 4 dessa tese, esperasse observar associação negativa entre decisões de risco e consumo de perquisites. De acordo com o modelo de Williams (1987), gestores têm como objetivo maximizar seu consumo de perquisites. Ao longo desse

processo de maximização, eles têm o incentivo a escolher níveis de risco abaixo do que maximiza o valor da firma. O resultado esperado pelo autor, é uma associação negativa entre risk-taking e perquisites. John et al. (2008) concordam com essa intuição e sugerem que os gestores preferem diminuir o risco dos projetos de investimentos executados para garantir suas regalias mesmo em estados da economia cujos fluxos de caixa são baixos.

Para testar essa intuição, retornou-se à equação de perquisites (Equação 3.1), incluindo-se a variável risk-taking defasada em uma unidade temporal (*L.Risk-taking*) no seu lado direito. Os resultados são apresentados na Tabela 4.4. Inicialmente, observa-se que as estatísticas de todas as estimações atestam a qualidade desses resultados. Tem-se a esperada correlação serial de primeira ordem, porém não se segunda. Além disso, o teste de Hansen apontam a qualidade das defasagens utilizadas como instrumentos, uma vez que todos os p-valores dos testes estão na faixa aconselhada por Roodman (2009b).

Tabela 4.4: Resultados da estimação da relação entre Perquisites e Risk-taking

	+/-	<u>(1)</u>	<u>(2)</u>	<u>(3)</u>	<u>(4)</u>	<u>(5)</u>	<u>(6)</u>
<i>Propriedade do Gestor & Entrincheiramento</i>							
L.Risk-taking	-	1.52 [1.20]	1.55 [1.23]	1.67 [1.34]	1.62 [1.28]	1.34 [0.65]	1.48 [1.17]
Prop. Gestor	-		0.55 [1.17]	2.57* [2.24]			
Prop. Gestor ²	+			-3.99* [-2.29]			
Ent. 1	+				0.34+ [1.87]		
Ent. 2	+					-1.17 [-0.56]	
Ent. 3	+						-0.28** [-3.27]
<i>Proteção ao Investidor</i>							
Prot. Acionista	-	0.07 [0.54]	0.08 [0.67]	0.09 [0.79]	0.09 [0.72]	0.30 [1.62]	0.05 [0.37]
Prot. Credor	-	0.02 [0.12]	0.02 [0.15]	0.03 [0.20]	0.02 [0.15]	-0.54* [-2.04]	0.01 [0.03]
<i>Estrutura de Propriedade</i>							
Prop. Institucional	-	-0.49* [-2.19]	-0.47* [-2.15]	-0.45* [-2.10]	-0.46* [-2.12]	-0.42 [-1.50]	-0.52* [-2.29]

Continua a seguir...

... Tabela 4.4 continuação

	+/-	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Dir. de propriedade	-	-0.22 [-1.05]	-0.20 [-0.99]	-0.18 [-0.92]	-0.19 [-0.96]	-0.27 [-0.81]	-0.24 [-1.14]
Wedge de controle	+	-0.74 [-1.45]	-0.64 [-1.36]	-0.53 [-1.14]	-0.60 [-1.28]	0.05 [0.06]	-0.80 [-1.55]
Prop. do conselho	-	0.10 [0.18]	-0.23 [-0.41]	-0.36 [-0.65]	-0.35 [-0.63]	-0.58 [-0.82]	0.07 [0.13]
Variáveis de Controle							
Dívida de Curto Prazo	-	-1.24*** [-3.69]	-1.24*** [-3.75]	-1.31*** [-4.08]	-1.28*** [-3.95]	-1.49** [-3.02]	-1.20*** [-3.50]
Tamanho	+/-	0.25** [3.07]	0.23*** [3.40]	0.21*** [3.33]	0.22*** [3.39]	0.09 [0.86]	0.26** [3.09]
Market-to-book	+	0.23** [2.85]	0.23** [2.90]	0.23** [2.94]	0.23** [2.89]	0.28* [1.99]	0.22** [2.82]
ROA	-	-1.25 [-1.47]	-1.30 [-1.54]	-1.25 [-1.50]	-1.28 [-1.51]	-3.50 ⁺ [-1.94]	-1.32 [-1.56]
Constante	+/-	-3.47 ⁺ [-1.95]	-3.08* [-2.05]	-2.67 ⁺ [-1.90]	-2.95* [-2.00]	4.46 [0.56]	-3.54* [-1.97]
Observações		14390	14390	14390	14390	8359	14390
AR(1)		-4.95	-5.08	-5.35	-5.30	-4.59	-4.94
AR(1) p-valor		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AR(2)		0.47	0.36	0.13	0.36	-0.86	0.47
AR(2) p-valor		0.64	0.72	0.90	0.72	0.39	0.64
Hansen		34.64	35.08	37.24	37.02	11.11	35.09
Hansen: p-valor		0.18	0.24	0.24	0.18	0.35	0.20
Nr. de Instrumentos		172.00	175.00	178.00	175.00	151.00	174.00

Observações: + $p < 0.10$, * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$. Estatísticas t apresentadas dentro dos parênteses. A definição das variáveis é apresentada na Tabela B.1. As variáveis de Estrutura de Propriedade são instrumentalizadas pela média setor-país dos seus respectivos valores (desde que haja ao menos 3 observações no setor-país); esses instrumentos são tratados como exógenos e são incluídos no item *ivstyle* do *xtabond2* (Roodman, 2009b). A propriedade acionária do gestor, entrincheiramento e Risk-taking são tratadas como endógenas e seus instrumentos são as defasagens $t - 3$ a $t - 4$, $t - 3$ a $t - 4$ e $t - 3$ a $t - 8$, respectivamente. As variáveis de controle são tratadas como pré-determinadas, seus instrumentos são as defasagens $t - 3$ a $t - 8$ e estão colapsados (Roodman, 2009a,b). Os fatores de proteção aos acionistas e aos credores são tratados como exógenos e são seus próprios instrumentos. Incluíram-se *dummies* de ano e interações entre *dummies* de país e ano. Resultados foram obtidos utilizando erros robustos.

Em todos os casos, observou-se coeficiente não significativo para a variável risk-taking defasada. O sinal nos seis modelos foi inclusive positivo com estatísticas t variando entre 0.65 e 1.34. Apesar de não significativo, o sinal positivo vai de encontro ao esperado. Resumidamente, os resultados apresentados na Tabela 4.4 não confirmaram

a Hipótese 4 e os argumentos de Williams (1987) e de John et al. (2008).

Os demais resultados se mantiveram qualitativamente os mesmos. As associações entre as variáveis de entrincheiramento e de estrutura de propriedade mantiveram os mesmos sinais. O mesmo ocorreu com as variáveis de controle. Percebeu-se apenas que, na Tabela 4.4, o fator de proteção ao acionista não foi significativo em nenhum dos seis modelos, ao passo que na Tabela 3.1 o fator apresentou sinal positivo em 4 das 6 estimações.

4.5 Liquidez & Perquisites

Na Hipótese 5 dessa tese, investiga-se a existência de associação entre liquidez e perquisites. Pelo trabalho de Williams (1987), desdobra-se que os gestores podem aumentar a liquidez no presente para garantir o consumo futuro de perquisites. Por sua vez, Jensen (1986) sugere que entradas constantes de fluxos de caixa facilitam o consumo de perquisites. Em conjunto, esses autores sugerem que pode haver efeito positivo de liquidez (em t) para perquisites (em $t + 1$). Para testar essa hipótese, então, estimou-se novamente a Equação 3.1. A diferença nessa etapa é que se incluiu a medida de liquidez defasada em uma unidade de tempo ($L.Liquidez$) no lado direito da equação.

Os resultados são apresentados na Tabela 4.5 a seguir. Note apenas que na Coluna (1) e (6), o p-valor do teste de Hansen foi, respectivamente, 0.07 e 0.08. Esses valores estão abaixo do limite mínimo de 10%. Testaram-se estimativas com diferentes defasagens (não reportados), porém não se obtiveram resultados diferentes dos aqui apresentados. Embora os valores estejam abaixo do ideal, os resultados das Colunas (1) e (6) não diferem significativamente dos resultados das Colunas (2) a (5), de modo que a interpretação e análise das Colunas (1) e (6) são mantidas. Outro detalhe importante da Tabela 4.5 é o p-valor = 0.87 do teste de Hansen na Coluna (5). Também se testaram estimações com defasagens diferentes e não se obtiveram resultados melhores. Nesse caso, em particular, serão evitadas inferências acerca desse modelo.

Tabela 4.5: Resultados da estimação da relação entre Perquisites e Liquidez

	+/-	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Propriedade do Gestor & Entincheiramento</i>							
L.Liquidez	+	0.71 ⁺ [1.85]	0.74 ⁺ [1.91]	0.77 ⁺ [1.95]	0.74 ⁺ [1.89]	1.27** [2.80]	0.73 ⁺ [1.89]
Prop. Gestor	-		0.81 ⁺ [1.67]	2.46* [2.27]			
Prop. Gestor ²	+			-3.13 ⁺ [-1.95]			
Ent. 1	+				0.41* [2.21]		
Ent. 2	+					1.61 [0.67]	
Ent. 3	+						-0.05 [-0.62]
<i>Proteção ao Investidor</i>							
Prot. Acionista	-	0.28** [2.63]	0.28** [2.68]	0.28** [2.66]	0.28** [2.61]	0.90*** [4.20]	0.28** [2.66]
Prot. Credor	-	-0.11 [-0.51]	-0.11 [-0.52]	-0.12 [-0.57]	-0.12 [-0.57]	-0.47 [-1.64]	-0.11 [-0.49]
<i>Estrutura de Propriedade</i>							
Prop. Institucional	-	-0.29 [-1.46]	-0.27 [-1.32]	-0.27 [-1.33]	-0.27 [-1.36]	-0.55 ⁺ [-1.87]	-0.29 [-1.44]
Dir. de propriedade	-	0.01 [0.06]	0.01 [0.07]	0.04 [0.19]	0.02 [0.10]	-0.28 [-1.05]	0.01 [0.05]
Wedge de controle	+	0.12 [0.26]	0.17 [0.37]	0.20 [0.45]	0.13 [0.30]	0.99 [1.20]	0.13 [0.29]
Prop. do conselho	-	-0.96* [-2.09]	-1.32* [-2.44]	-1.41** [-2.60]	-1.32* [-2.56]	-3.07*** [-4.14]	-1.00* [-2.21]
<i>Variáveis de Controle</i>							
Dívida de Curto Prazo	-	-1.68*** [-4.80]	-1.64*** [-4.72]	-1.66*** [-4.85]	-1.66*** [-4.83]	-1.62*** [-4.90]	-1.68*** [-4.74]
Tamanho	+/-	0.03 [0.39]	0.02 [0.38]	0.02 [0.40]	0.04 [0.62]	-0.26* [-2.49]	0.02 [0.30]
Market-to-book	+	0.29** [3.06]	0.29** [3.15]	0.30** [3.24]	0.30** [3.18]	-0.08 ⁺ [-1.82]	0.29** [3.00]
ROA	-	-5.37*** [-4.29]	-5.39*** [-4.32]	-5.32*** [-4.33]	-5.39*** [-4.26]	-1.00 [-1.41]	-5.33*** [-4.25]
Constante	+/-	1.05 [0.66]	1.05 [0.72]	1.09 [0.79]	0.79 [0.55]	0.34 [0.04]	1.16 [0.72]
Observações		15734	15734	15734	15734	9312	15734

Continua a seguir...

... Tabela 4.5 continuação

	+/-	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
AR(1)		-4.71	-4.69	-4.74	-4.66	-5.17	-4.73
AR(1) p-valor		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AR(2)		-0.29	-0.39	-0.43	-0.38	-0.75	-0.29
AR(2) p-valor		0.77	0.70	0.66	0.71	0.45	0.78
Hansen		52.54	52.26	51.21	51.53	24.08	53.05
Hansen: p-valor		0.07	0.11	0.18	0.13	0.87	0.08
Nr. de Instrumentos		183.00	186.00	189.00	186.00	175.00	185.00

Observações: + $p < 0.10$, * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$. Estatísticas t apresentadas dentro dos parênteses. A definição das variáveis é apresentada na Tabela B.1. As variáveis de Estrutura de Propriedade são instrumentalizadas pela média setor-país dos seus respectivos valores (desde que haja ao menos 3 observações no setor-país); esses instrumentos são tratados como exógenos e são incluídos no item *ivstyle* do *xtabond2* (Roodman, 2009b). A propriedade acionária do gestor, entrincheiramento e Liquidez são tratadas como endógenas e seus instrumentos são as defasagens $t - 3$ a $t - 4$, $t - 3$ a $t - 4$ e $t - 3$ a $t - 8$, respectivamente. As variáveis de controle são tratadas como pré-determinadas, seus instrumentos são as defasagens $t - 3$ a $t - 8$ e estão colapsados (Roodman, 2009a,b). Os fatores de proteção aos acionistas e aos credores são tratados como exógenos e são seus próprios instrumentos. Incluíram-se *dummies* de ano e interações entre *dummies* de país e ano. Resultados foram obtidos utilizando erros robustos.

Nota-se que, em todos os casos, a variável Liquidez apresentou coeficiente com sinal positivo e significativo ao nível de 10%. Esse resultado está de acordo com o argumento de Williams (1987) que sugere que, para garantir o consumo futuro de perquisites, os gestores aumentam a liquidez presente da firma.

Em geral, os demais resultados da Tabela 4.5 são qualitativamente os mesmos da Tabela 3.1. Os coeficientes e significâncias das variáveis de propriedade acionária do gestor e de entrincheiramento são bastante semelhantes. O fator 1 de proteção ao acionista parece estar positivamente associado ao conflito de agência pelo consumo de perquisites com significância maior que na Tabela 3.1. Também se notou que os coeficientes da propriedade institucional perderam significância, porém a significância dos coeficientes da propriedade do conselho aumentou. Em ambos os casos, os sinais foram negativos, o que vai ao encontro do esperado. Por fim, *Market-to-book* seguiu com associação positiva, e Dívida de curto prazo e o índice ROA seguiram com associações negativas com o perquisites.

5 Discussão & Considerações finais

Esse trabalho examinou se existe associação entre quatro conflitos de agência que ocorrem entre gestores e investidores—acionistas e credores. Em especial, deu-se atenção a gestores que, seguindo a literatura anterior, puderam ser classificados como entrincheirados. Além disso, deu-se também especial atenção a mecanismos internos de governança corporativa como determinantes endógenos e ao nível de proteção aos investidores como determinantes exógenos dos conflitos de agência.

A principal contribuição dessa tese reside na questão de pesquisa analisada. Investigar a possível associação entre conflitos de agência é o ponto de maior originalidade dessa pesquisa e que a torna diferenciada em relação à literatura anterior de governança. Resumidamente, a literatura anterior ou estuda a associação entre mecanismos de governança ou sua capacidade de explicar (mitigar) conflitos de agência. Contudo, essa literatura não aborda a possível existência conjunta de outros conflitos, tal qual essa tese o faz. Nesse particular, as evidências apresentadas nessa tese contribuem para a literatura de governança em geral mas também para o entendimento de possíveis consequências da adoção de mecanismos específicos de governança.

Ao todo, estudaram-se quatro fontes de conflitos de agência e suas eventuais inter-relações. Os conflitos analisados foram: o entrincheiramento do gestor, seu consumo de perquisites, decisões de liquidez e decisões de risco. Para as definições de entrincheiramento do gestor, utilizaram-se quatro diferentes classificações, baseadas nos trabalhos de Morck et al. (1988), Berger et al. (1997), Claessens et al. (2000) e Aslan e Kumar (2012, 2014). Para avaliar o conflito de agência pelo consumo de perquisites por parte do gestor utilizaram-se os trabalhos de Ang et al. (2000), Florackis (2008) e Florackis e Ozkan (2009). Para analisar as decisões de liquidez, utilizou-se como base, principalmente, o trabalho de Opler et al. (1999) mas também os recentes trabalhos de Dittmar et al. (2003) e Dittmar e Mahrt-Smith (2007) e o trabalho de Kalcheva e Lins (2007), que também estudou o entrincheiramento do gestor como determinante do nível de liquidez corporativa. Ademais, no que se refere a decisões de risco (risk-taking), utilizou-se como base os trabalhos seminais de Amihud e Lev (1981) e Agrawal e Mandelker (1987), mas também os recentes trabalhos de John et al. (2008), Paligorova

(2010) e Acharya et al. (2011).

Em paralelo a esses trabalhos, deu-se particular enfoque ao nível de proteção aos investidores de cada país. Nessa etapa da pesquisa, extraíram-se fatores de proteção aos acionistas e aos credores para acessar diferenças entre os países na sua qualidade institucional. Utilizou-se um amplo conjunto de índices previamente construídos por trabalhos seminais, tais como La Porta et al. (1998, 2006), mas também por trabalhos recentes tais como Spamann (2010) e Guillén e Capron (2015). O resultado dessa etapa foi a extração de quatro fatores de proteção ao acionista e três fatores de proteção ao credor.

Foram analisadas, ao todo, 7.994 empresas de 35 países diferentes ao longo dos anos 2010-2013 (no total, aproximadamente 22.000 observações). Um dos diferenciais dessa tese foi o fato de os dados utilizados terem apresentado a estrutura de painel. Inicialmente, acreditava-se que isso facilitaria o entendimento da relação entre a estrutura de propriedade e os conflitos de agência. No entanto, ao contrário do esperado, não se notou uma forte associação entre essas variáveis e as medidas de conflitos de agência, de forma que essa estrutura dos dados parece ter pouco acrescentado à pesquisa e aos resultados finais. Uma possível explicação para esse fato é que pode haver alguma preocupação sobre a eventual incomparabilidade dos dados de estrutura de propriedade entre os países. É possível, por exemplo, que a base de dados utilizada, ORBIS, não seja capaz de obter com a mesma precisão a data e o percentual de propriedade de cada acionista em firmas de diferentes países. Embora *dummies* de país tenham sido incluídas em todas as estimações, se existe essa eventual incomparabilidade, os resultados apresentados podem ter acusado esse viés. Ainda assim, é notável que a ORBIS é certamente a melhor fonte de informação de estrutura de propriedade para uma grande amostra de empresas internacionais.

Os resultados encontrados podem ser sumarizados em três grupos: 1) resultados das escolhas de consumo de perquisites, liquidez e tomada de risco de gestores entrincheirados, 2) relação entre os conflitos de agência e os fatores de proteção aos investidores, e 3) associação de consumo de perquisites com decisões de liquidez e risk-taking.

Inicialmente, observaram-se evidências de que o entrincheiramento do gestor tem impacto direto no seu consumo de perquisites, nas decisões de liquidez e no risk-taking da firma. Em todos os casos, encontraram-se majoritariamente coeficientes com sig-

nificância ao menos ao nível de 10%. Há evidências consistentes de que gestores entrincheirados mantêm maiores níveis de liquidez. Observa-se também que, para níveis baixos de propriedade acionária do gestor, o aumento da propriedade alinha as preferências de liquidez do gestor aos dos acionistas. Em altos níveis, no entanto, a preferência do gestor por mais liquidez parece se sobrepor ao alinhamento inicial e se observam maiores níveis de liquidez. Esses resultados suportam a Hipótese 2 de pesquisa dessa tese, em que justamente se esperava observar associação positiva entre entrincheiramento e manutenção de liquidez.

Já no que se refere ao consumo de perquisites e tomada de risco, os resultados são mistos. Apesar de os coeficientes obtidos terem apresentado consistentemente significância, os sinais nem sempre suportaram as Hipóteses 1 (i.e. gestores entrincheirados consomem mais perquisites) e Hipótese 3 (i.e. gestores entrincheirados tomam menos risco). Há evidências, por exemplo, de que, em altos níveis de propriedade acionária, há consumo menor de perquisites. Embora a Hipótese 1 sugerisse que tal associação fosse positiva, esse resultado suporta o argumento genérico de que a propriedade acionária do gestor alinha seus interesses aos dos acionistas. Mais precisamente, o alinhamento parece começar quando o gestor possui em torno de 35% das ações com direito a voto emitidas pela firma. Ao longo da apresentação dos resultados, aventaram-se algumas explicações para esse achado contrário ao esperado, contudo, talvez a explicação mais plausível seja o pequeno número de gestores que detém mais de 35% das ações da firma (1.3% das observações estudadas na Tabela 4.1). O pequeno número de observações após o ponto de inflexão sugere cautela em se interpretar esse resultado, uma vez que esse percentual de observações pode não ser devidamente representativo dentro da amostra total estudada.

O caso é semelhante quando se analisa os resultados de risk-taking na Tabela 4.3. Esperava-se relação *U-shaped* invertida entre propriedade do gestor e risk-taking, porém encontrou-se relação *U-shaped*, em que o ponto de inflexão ocorre em torno de 30% de propriedade acionária do gestor. Esse resultado é explicitamente o oposto do sugerido na Hipótese 3 e contraria os argumentos de Douglas (2009) e os achados de Kim e Lu (2011). Uma possível explicação para esse resultado pode ser traçada utilizando a intuição de Agrawal e Mandelker (1987). Para esses autores, as preferências acerca do risco de gestores que também são acionistas na firma dependem da correlação entre os

retornos das ações da firma e os demais ativos que compõem seu portfólio pessoal. Se os gestores que detêm alta propriedade acionária da firma também mantêm um portfólio pessoal de ativos diversificados, então suas preferências acerca do risco podem se alterar, tal que esses gestores preferem mais risco. Os resultados encontrados nessa parte da pesquisa suportariam essa interpretação. Porém, tal como no caso de perquisites, apenas 2% dos gestores detêm mais de 30% das ações da firma (i.e. estão após o ponto de inflexão da curva), de tal forma que a explicação mais plausível é que o segundo trecho da relação não-linear não é particularmente representativo dentro da amostra total.

Quando se incluiu a *dummy Ent 1*, que marca os gestores que, segundo a classificação de Claessens et al. (2000) e Aslan e Kumar (2012), podem ser classificados como controladores, encontrou-se associação positiva com consumo de perquisites, e negativa com liquidez e com risk-taking. Esse achado suporta expressamente as Hipóteses 1 e 3, porém não a Hipótese 2. Quando se alterou o *threshold* para 20%, os resultados se mantiveram semelhantes e *Ent 1* manteve coeficiente significativo nas equações de perquisites e liquidez. Notadamente, esses resultados sugerem que gestores que também são controladores da firma consomem mais perquisites e tomam decisões de investimento menos arriscadas, porém, em contrapartida, mantêm liquidez menor.

Uma interpretação para esse conjunto de resultados pode ser traçada utilizando Harford et al. (2008). É possível que as diferentes naturezas das decisões de consumo de perquisites, de liquidez e de tomada de risco direcionem as preferências do gestor. Trimestralmente, acionistas conseguem checar o nível de liquidez da firma e, se acharem que está demasiadamente alta, conseguem pressionar os gestores a pagar dividendos. Porém, checar o nível de consumo de perquisites e o nível de risco dos investimentos executados pela firma é notadamente mais difícil, ou talvez impossível, de ser feito pelos acionistas. Logo, segundo essa interpretação, gestores entrincheirados preferem diminuir o conflito de agência de manter altos níveis de liquidez com o objetivo de evitar a pressão imediata dos acionistas. Porém, consomem mais perquisites e tomam decisões de investimentos mais conservadoras.

Quando se utilizou como proxy para entrincheiramento a idade do gestor (*Ent 2*), os resultados das estimações suportaram apenas uma das Hipóteses dessa pesquisa. Resumidamente, observou-se que gestores mais velhos estão associados com liquidez maior

tal qual esperado na Hipótese 2. No entanto, não se observou relação com perquisites, e não se chegou a estimar confiáveis para se observar a associação com risk-taking. Note que o número de observações após a inclusão de *Ent 2* era consideravelmente menor que nos demais casos. Porém, é improvável que esse fato esteja direcionando os resultados. Não se conhece trabalho anterior que tenha analisado a relação entre idade do gestor e liquidez, porém os resultados encontrados suportam o argumento genérico de que gestores mais velhos—e segundo a intuição dessa pesquisa, entrincheirados—conseguem perseguir mais facilmente suas preferências por mais liquidez. Porém, a falta de associação com perquisites e risk-taking dificulta um entendimento mais aprofundado das preferências desses gestores. Nesse aspecto, talvez o contraponto de Salas (2010) seja oportuno. Ele sugere que não há consenso teórico nem empírico sobre como a idade, de forma isolada, altera as preferências individuais dos gestores sobre as decisões corporativas. Esse argumento também vai na linha de Serfling (2014), que aponta que esse tema é majoritariamente uma questão a ser resolvida empiricamente. Nesse particular, os resultados dessa tese são pouco esclarecedores.

Por sua vez, quando se estudou a *dummy* que marca os gestores que também presidem o conselho de administração da firma (*Ent 3*), os resultados oferecem uma interpretação interessante. Observou-se que esses gestores consomem menos perquisites, mantêm mais liquidez e tomam mais risco. Especificamente, os resultados suportam a Hipótese 2, porém não suportam as Hipóteses 1 e 3. Ao longo da descrição dos resultados, aventou-se a possibilidade de que a proximidade com os membros do conselho que, presumidamente, trabalham como *guardiões* da riqueza do acionista, altera as preferências desses gestores. Esse contato mais próximo, os incitaria a diminuir o consumo de perquisites e a tomar mais risco, tal qual as preferências dos acionistas. Porém, essa interpretação fica prejudicada quando se observa que esses gestores mantêm liquidez maior, o que vai de encontro às preferências dos acionistas. Sob a intuição desenvolvida ao longo dessa tese e sob a Teoria de Agência, esses resultados parecem contraditórios.

Apesar de não ter sido previamente abordada por essa pesquisa, vale destacar que, sob a *Stewardship theory*, os resultados de *Ent 3* parecem fazer sentido. Donaldson e Davis (1991, p. 51) descrevem que “*The executive manager, under this theory, far from being an opportunistic shirker, essentially wants to do a good job, to be a good steward of the corporate assets*”. Segundo essa teoria, os acionistas se beneficiam quando há

uma estrutura de liderança consolidada em apenas um indivíduo, tal qual um gestor que também preside o conselho. Se o fato de o gestor, conjuntamente, tomar decisões executivas e presidir o conselho amplifica seu esforço em buscar bons resultados para os acionistas, então a maior liquidez mantida por esses gestores pode ser na verdade um bom sinal. Manter mais liquidez pode indicar que esses gestores estão na verdade esperando que boas oportunidades de investimento apareçam, ao invés de utilizar esses recursos em investimentos ineficientes. Essa intuição não está distante do argumento de Harford et al. (2008) explorado no capítulo anterior. Naturalmente, para que essa intuição fosse mais bem explorada, seria necessário um aprofundamento maior nessa teoria, algo que foge ao escopo dessa tese. Assim, faz-se esse comentário, porém, por ora, limita-se a interpretar os resultados de *Ent 3* como evidências que suportam apenas a Hipótese 2 e não as Hipóteses 1 e 3.

Em um segundo grupo de investigações, observou-se que o nível de proteção ao acionista e ao credor apresentaram alguma relação com os conflitos de agência estudados. Em especial, os fatores foram relevantes para as decisões de liquidez. Encontrou-se que a proteção ao acionista está associada com manutenção de mais liquidez. Embora essa associação positiva seja contrária à encontrada por Dittmar et al. (2003), ela corrobora os resultados de Harford et al. (2008) e os resultados mais recentes de Iskandar-Datta e Jia (2014). Segundo a interpretação dada por esses autores, sob baixa proteção ao acionista, os gestores preferem investir rapidamente os fluxos de caixa da firma, ainda que em investimentos ineficientes. Sob essa interpretação, a alta liquidez de firmas que operam sob alta proteção ao acionista pode representar um problema de agência menor que o eventual super-investimento dos recursos da firma, tal qual o que ocorre nas firmas que operam sob baixa proteção ao acionista. Naturalmente, verificar essa interpretação requereria estudar pormenorizadamente as decisões de investimentos das firmas, o que não fez parte do escopo dessa tese. Porém, tomando-se os resultados obtidos aqui em conjunto aos recentes resultados de Kabbach de Castro, Martins, Schiehl e Terra (2016)—que utilizaram dados semelhantes aos aqui utilizados—tem-se suporte prévio para essa interpretação.

Por fim, em um terceiro grupo de resultados, não se observou associação entre risk-taking e o consumo de perquisites. Esse resultado não suporta os argumentos de Williams (1987) e de John et al. (2008) de que os gestores diminuem o risco para

garantir o consumo futuro de perquisites. Logo, não se observaram evidências que suportem a Hipótese 4 dessa pesquisa, em que se esperava observar associação negativa entre perquisites e risk-taking. No entanto, encontraram-se evidências de que gestores aumentam a liquidez para possibilitar/facilitar o consumo futuro de perquisites. Esse resultado suporta a Hipótese 5 de pesquisa e corrobora a argumentação de Elyasiani e Zhang (2015). Em geral, o que se observa é que gestores entrincheirados parecem tentar assegurar sua posição na firma ao manter maior nível de liquidez (vide resultados da Tabela 4.2). Maior nível de liquidez, por exemplo, diminui o risco de *default* da firma e facilita a execução de investimentos com recursos próprios, o que diminui sobremaneira a pressão externa por alta performance (Ferreira e Vilela, 2004, Elyasiani e Zhang, 2015). Tais objetivos estão alinhados ao que se acredita ser os interesses dos gestores entrincheirados. Em conjunto, os resultados das Tabelas 4.2 e 4.5, em particular, são bastante importantes uma vez que a manutenção de mais liquidez em conjunto a um maior consumo de perquisites prejudica duplamente a riqueza do acionista (Elyasiani e Zhang, 2015). Embora não se tenha controlado para os dividendos pagos pela firma, se a liquidez passada tem um impacto positivo no consumo futuro de perquisites, um possível desdobramento é que os acionistas não conseguiram exigir o pagamento de dividendos pela firma, tal qual a literatura relacionada à proteção aos investidores sugere. De todo modo, esse achado é relevante porque demonstra empiricamente que o consumo de perquisites é um possível destino que os gestores dão aos recursos mantidos em caixa. Ao se deparar com os trabalhos de Florackis (2008), Florackis e Ozkan (2009) e Elyasiani e Zhang (2015), esse resultado é destacadamente novo e, acredita-se, contribui aos trabalhos desses autores.

Finalmente, é preciso destacar que essa pesquisa não foi feita sem limitações. Talvez a maior de suas limitações seja a eventual incomparabilidade dos dados de estrutura de propriedade ao longo dos anos e entre firmas de diferentes países, conforme anteriormente destacado. Naturalmente, considerando a amplitude da amostra estudada, é difícil verificar profundamente essa questão. As demais limitações, por sua vez, são também oportunidades para pesquisas futuras. Por exemplo, a análise conjunta de outras decisões corporativas tais como investimento, pagamento de dividendos e decisões de alavancagem pode trazer nuances diferenciados aos resultados e uma compreensão mais apurada das associações entre os conflitos de agência. A análise do impacto que

os conflitos de agência aqui estudados têm no custo do endividamento e/ou no custo do capital próprio também poderá auxiliar na compreensão do problema de pesquisa aqui abordado. Por fim, a análise dos fatores de proteção aos investidores como moderadores das relações entre os conflitos de agência, algo que não foi abordado nessa pesquisa, também pode ser uma substancial contribuição para a literatura de governança.

Apesar dessas limitações e do fato de que algumas hipóteses terem sido rejeitadas, essa pesquisa cumpriu seu propósito inicial de investigar se existe relações entre os conflitos de agência aqui levantados. Em especial, acredita-se que todos os objetivos propostos foram devidamente atendidos e as hipóteses apropriadamente testadas. Ademais, a presente pesquisa abre proposições futuras interessantes, tais quais as sugeridas no parágrafo anterior. Nesse quesito, espera-se que essa pesquisa possa ajudar trabalhos futuros a compreender mais detalhadamente a interdependência entre conflitos de agência, mecanismos de governança e proteção ao investidor; os incentivos dos atores responsáveis pelas decisões das firmas; e também o produto da relação desses atores com as estruturas de governança das firmas e a proteção institucional aos direitos dos investidores.

Além dessas contribuições e complementações oferecidas à literatura acadêmica de governança, essa tese também contribui para a qualidade das decisões do regulador do mercado de capitais, especialmente, o regulador de países com baixa proteção aos investidores. Os resultados aqui encontrados chamam a atenção dos reguladores para a possível interdependência de conflitos de agência. Sendo esse o caso, o regulador precisa ficar atento a potenciais externalidades negativas de suas decisões, ainda que essas não sejam deliberadas. Essa tese sugere que regulações que visam aumentar a proteção dos investidores precisam “equilibrar” diferentes problemas de agência, que possivelmente são co-relacionados e não necessariamente remediados pelo mesmo fator institucional ou mecanismo de proteção. Visto de outro modo, a eventual percepção de que, adicionalmente a um *bundle* de mecanismos/fatores de governança (vide Ward et al. (2009)), pode existir um *bundle* de conflitos de agência cria a necessidade de se analisar conjuntamente esses diferentes conflitos. Dessa forma, para acessar os resultados últimos de suas decisões, pode ser necessário que o regulador estude um conjunto de *outcomes* simultaneamente, ao invés de apenas aquele *outcome* diretamente afetado por uma decisão em particular.

Referências

- Abowd, J. M. e Bognanno, M. International differences in executive and managerial compensation. In *Differences and changes in wage structures*, pages 67–104. 1995.
- Acharya, V. V., Almeida, H. e Campello, M. Is cash negative debt? A hedging perspective on corporate financial policies. *Journal of Financial Intermediation*, 16(4):515–554, 2007.
- Acharya, V. V., Amihud, Y. e Litov, L. Creditor rights and corporate risk-taking. *Journal of Financial Economics*, 102(1):150–166, 2011.
- Adams, R. B., Hermalin, B. E. e Weisbach, M. S. The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey. *Journal of Economic Literature*, 48(1):58–107, 2010.
- Agrawal, A. e Mandelker, G. N. Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions. *Journal of Finance*, 42(4):823–837, 1987.
- Aguilera, R. V., Filatotchev, I., Gospel, H. e Jackson, G. An Organizational Approach to Comparative Corporate Governance: Costs, Contingencies, and Complementarities. *Organization Science*, 19(3):475–492, 2008.
- Aguilera, R. V., Desender, K. A. e Kabbach-Castro, L. R. Perspectives on comparative corporate governance. *Perspectives on Comparative Corporate Governance (March 12, 2012)*. *Sage Handbook of Corporate Governance*, Clarke, T. and D. Branson, eds., New York: Sage Publications, 2012.
- Aguilera, R. V., Desender, K., Bednar, M. K. e Lee, J. H. Connecting the Dots: Bringing External Corporate Governance into the Corporate Governance Puzzle. *The Academy of Management Annals*, 9(1):483–573, 2015.
- Almeida, H., Campello, M. e Weisbach, M. S. The Cash Flow Sensitivity of Cash. *Journal of Finance*, 59(4):1777–1804, 2004.
- Amihud, Y. e Lev, B. Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers. *The Bell Journal of Economics*, 12(2):605–617, 1981.

- Anderson, R. C., Mansi, S. a. e Reeb, D. M. Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics*, 68(2):263–285, 2003.
- Anderson, R. C., Duru, A. e Reeb, D. M. Investment policy in family controlled firms. *Journal of Banking & Finance*, 36(6):1744–1758, 2012.
- Andrews, A., Linn, S. C. e Yi, H. Corporate governance and executive perquisites: evidence from the new SEC disclosure rules. *Unpublished working paper*, pages 1–56, 2009.
- Ang, J. S., Cole, R. a. e Lin, J. A. W. Agency costs and ownership structure. *Journal of Finance*, 55(1):81–106, 2000.
- Antoniou, A., Guney, Y. e Paudyal, K. The Determinants of Debt Maturity Structure: Evidence from France, Germany and the UK. *European Financial Management*, 12(2):161–194, 2006.
- Arellano, M. e Bover, O. Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of Econometrics*, 68(1):29–51, 1995.
- Aslan, H. e Kumar, P. Strategic ownership structure and the cost of debt. *Review of Financial Studies*, 25(7):2257–2299, 2012.
- Aslan, H. e Kumar, P. National governance bundles and corporate agency costs: A cross-country analysis. *Corporate Governance: An International Review*, 22(3):230–251, 2014.
- Barnea, A., Haugen, R. A. e Senbet, L. W. a Rationale for Debt Maturity Structure and Call Provisions in the Agency Theoretic Framework. *Journal of Finance*, 35(5):1223–1234, 1980.
- Bebchuk, L., Cohen, A. e Ferrell, A. What matters in corporate governance? *Review of Financial Studies*, 22(2):783–827, 2009.
- Berger, P. G., Ofek, E. e Yermack, D. L. Managerial entrenchment and capital structure: new evidence. *Journal of Finance*, 52(4):1411–1438, 1997.
- Berle, A. A. e Means, G. C. *The Modern Corporation and Private Property*. The Macmillian Company, New York, 1932.

- Bertrand, M. e Mullainathan, S. Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences. *Journal of Political Economy*, 111(5):1043–1075, 2003.
- Black, F. e Scholes, M. The Pricing of Options and Corporate Liabilities. *Journal of Political Economy*, 81(3):637–654, 1973.
- Blundell, R. e Bond, S. Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87(1):115–143, 1998.
- Boubakri, N. e Ghouma, H. Control/ownership structure, creditor rights protection, and the cost of debt financing: International evidence. *Journal of Banking and Finance*, 34(10):2481–2499, 2010.
- Brailsford, T. J., Oliver, B. R. e Pua, S. L. H. On the relation between ownership structure and capital structure. *Accounting and Finance*, 42(1):1–26, 2002.
- Brown, P., Beekes, W. e Verhoeven, P. Corporate governance, accounting and finance: A review. *Accounting and Finance*, 51(1):96–172, 2011.
- Chava, S., Kumar, P. e Warga, A. Managerial agency and bond covenants. *Review of Financial Studies*, 23(3):1120–1148, 2010.
- Claessens, S., Djankov, S. e Lang, L. H. P. The separation of ownership and control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics*, 58(1):81–112, 2000.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H. e Lang, L. H. P. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *Journal of Finance*, 57(6):2741–2771, 2002.
- Collins, D. e Huang, H. Management entrenchment and the cost of equity capital. *Journal of Business Research*, 64(4):356–362, 2011.
- Dalton, D. R., Hitt, M. A., Certo, S. T. e Dalton, C. M. The Fundamental Agency Problem and Its Mitigation. *The Academy of Management Annals*, 1(1):1–64, 2007.
- Danielova, A. N., Sarkar, S. e Hong, G. Empirical Evidence on Corporate Risk-Shifting. *The Financial Review*, 48(3):443–460, 2013.

- Datta, S., Iskandar-Datta, M. e Raman, K. Managerial stock ownership and the maturity structure of corporate debt. *Journal of Finance*, 60(5):2333–2350, 2005.
- Demsetz, H. e Lehn, K. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, 93(6):1155–1177, 1985.
- Denis, D. K. e McConnell, J. J. International Corporate Governance. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1):1–36, 2003.
- Dittmar, A. e Mahrt-Smith, J. Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 83(3):599–634, 2007.
- Dittmar, A., Mahrt-Smith, J. e Servaes, H. International Governance Corporate Cash Holdings Corporate. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1):111–133, 2003.
- Djankov, S., La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F. e Shleifer, A. Courts. *Quarterly Journal of Economics*, 118(2):453–517, 2003.
- Djankov, S., McLiesh, C. e Shleifer, A. Private credit in 129 countries. *Journal of Financial Economics*, 84(2):299–329, 2007.
- Djankov, S., Hart, O., McLiesh, C. e Shleifer, A. Debt Enforcement around the World. *Journal of Political Economy*, 116(6):1105–1149, 2008a.
- Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de Silanes, F. e Shleifer, A. The law and economics of self-dealing. *Journal of Financial Economics*, 88(3):430–465, 2008b.
- Doidge, C., Karolyi, G. A., Lins, K. V., Miller, D. P. e Stulz, R. M. Private benefits of control, ownership, and the cross-listing decision. *Journal of Finance*, 64(1):425–466, 2009.
- Donaldson, L. e Davis, J. H. Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. *Australian Journal of Management*, 16(1):49–64, 1991.
- Douglas, A. V. S. Interactions between Corporate Agency Conflicts. *Financial Review*, 44(2):151–178, 2009.

- Driffield, N., Mickiewicz, T. e Temouri, Y. Institutions and equity structure of foreign affiliates. *Corporate Governance: An International Review*, 22(3):216–229, 2014.
- Dyck, A. e Zingales, L. Private Benefits of Control : An International Comparison. *Journal of Finance*, 59(2):537–600, 2004.
- Easterbrook, F. H. Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *American Economic Review*, 74(4):650–659, 1984.
- Elyasiani, E. e Zhang, L. CEO entrenchment and corporate liquidity management. *Journal of Banking & Finance*, 54(May):115–128, 2015.
- Engelen, C. The effects of managerial discretion on moral hazard related behaviour: German evidence on agency costs. *Journal of Management & Governance*, 19(4): 927–960, 2015.
- Faccio, M. e Lang, L. H. P. The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics*, 65(3):365–395, 2002.
- Faccio, M., Lang, L. H. e Young, L. Dividends and expropriation. *American Economic Review*, pages 54–78, 2001.
- Faccio, M., Marchica, M. T. e Mura, R. Large shareholder diversification and corporate risk-taking. *Review of Financial Studies*, 24(11):3601–3641, 2011.
- Fama, E. F. Agency Problems and the Theory of the Firm. *The Journal of Political Economy*, 88(2):288–307, 1980.
- Fama, E. F. e French, K. R. Industry costs of equity. *Journal of Financial Economics*, 43(2):153–193, 1997.
- Fama, E. F. e Jensen, M. C. Agency Problems and Residual Claims. *The Journal of Law and Economics*, 26(2):327, 1983a.
- Fama, E. F. e Jensen, M. C. Separation of Ownership and Control Separation of Ownership and Control. *Journal of law and economics*, 26(2):301–325, 1983b.
- Fan, J. P. H., Titman, S. e Twite, G. An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(01): 23–56, 2012.

- Ferreira, M. A. e Matos, P. The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world. *Journal of Financial Economics*, 88(3):499–533, 2008.
- Ferreira, M. A. e Vilela, A. S. Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries. *European Financial Management*, 10(2):295–319, 2004.
- Finkelstein, S. e Hambrick, D. C. Chief Executive Compensation: A Study Of Markets and Potical Process. *Strategic Management Journal*, 10(2):121–134, 1989.
- Firth, M., Fung, P. M. Y. e Rui, O. M. Ownership, governance mechanisms, and agency costs in China?s listed firms. *Journal of Asset Management*, 9(2):90–101, 2008.
- Fleming, G., Heaney, R. e McCosker, R. Agency costs and ownership structure in Australia. *Pacific Basin Finance Journal*, 13(1):29–52, 2005.
- Florackis, C. Agency costs and corporate governance mechanisms: evidence for UK firms. *International Journal of Managerial Finance*, 4(1):37–59, 2008.
- Florackis, C. e Ozkan, A. The impact of managerial entrenchment on agency costs: An empirical investigation using UK panel data. *European Financial Management*, 15(3):497–528, 2009.
- Franks, J. e Mayer, C. Hostile takeovers and the correction of managerial failure. *Journal of Financial Economics*, 40(1):163–181, 1996.
- Frésard, L. e Salva, C. The value of excess cash and corporate governance: Evidence from US cross-listings. *Journal of Financial Economics*, 98(2):359–384, 2010.
- Galai, D. e Masulis, R. W. The option pricing model and the risk factor of stock. *Journal of Financial Economics*, 3(1-2):53–81, 1976.
- Garvey, G. T. e Hanka, G. Capital Structure and Corporate Control : The Effect of Antitakeover Statutes on Firm Leverage. *Journal of Finance*, 54(2):519–546, 1999.
- Gompers, P., Ishii, J. e Metrick, A. Corporate Governance and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics*, 118(1):107–155, 2003.
- Grinstein, Y., Weinbaum, D. e Yehuda, N. Perks and Excess : Evidence from the New Executive Compensation Disclosure Rules. *Unpublished working paper*, pages 1–47, 2008.

- Grossman, S. J. e Hart, O. *Corporate Financial Structure and Managerial Incentives*. 1982. ISBN 0226555593.
- Guillén, M. F. e Capron, L. State Capacity, Minority Shareholder Protections, and Stock Market Development. *Administrative Science Quarterly*, pages 1–36, 2015.
- Guney, Y., Ozkan, A. e Ozkan, N. International evidence on the non-linear impact of leverage on corporate cash holdings. *Journal of Multinational Financial Management*, 17(1):45–60, 2007.
- Harford, J., Mansi, S. a. e Maxwell, W. F. Corporate governance and firm cash holdings in the US. *Journal of Financial Economics*, 87(3):535–555, 2008.
- Harris, M. e Raviv, A. Capital Structure and the Informational Role of Debt. *Journal of Finance*, 45(2):321–349, 1990.
- Hart, O. Corporate Governance: Some Theory and Implications. *Economic Journal*, 105(430):678–689, 1995.
- Hermalin, B. E. Trends in Corporate Governance. *Journal of Finance*, 60(5):2351–2384, 2005.
- Hu, A. e Kumar, P. Managerial Entrenchment and Payout Policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39(04):759, 2004.
- Huyghebaert, N. e Wang, L. Expropriation of Minority Investors in Chinese Listed Firms: The Role of Internal and External Corporate Governance Mechanisms. *Corporate Governance: An International Review*, 20(3):308–332, 2012.
- Iskandar-Datta, M. E. e Jia, Y. Investor protection and corporate cash holdings around the world: new evidence. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 43:245–273, 2014.
- Jelinek, K. e Stuerke, P. S. The nonlinear relation between agency costs and managerial equity ownership: Evidence of decreasing benefits of increasing ownership. *International Journal of Managerial Finance*, 5(2):156–178, 2009.
- Jensen, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2):323–329, 1986.

- Jensen, M. C. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems the Failure of Internal Control Systems. *Journal of Finance*, 48(3): 831–880, 1993.
- Jensen, M. C. e Meckling, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4):305–360, 1976.
- Jensen, M. C. e Murphy, K. J. Performance Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2):225, 1990.
- John, K., Litov, L. e Yeung, B. Corporate Governance and Risk-Taking. *The Journal of Finance*, 63(4):1679–1728, 2008.
- Kabbach de Castro, L. R., Martins, H. C., Schiehl, E. e Terra, P. R. S. Corporate Governance Institutions and Investment-Cash Flow Sensitivity: An International Perspective. 2016.
- Kalcheva, I. e Lins, K. V. International Evidence on Cash Holdings and Expected Managerial Agency Problems. *Review of Financial Studies*, 20(4):1087–1112, 2007.
- Kaufmann, D., Kraay, A. e Mastruzzi, M. The Worldwide Governance Indicators: Methodology and Analytical Issues. *Hague Journal on the Rule of Law*, 3(2):220–246, 2011.
- Kim, E. H. e Lu, Y. CEO ownership, external governance, and risk-taking. *Journal of Financial Economics*, 102(2):272–292, 2011.
- King, T.-H. D. e Wen, M.-M. Shareholder governance, bondholder governance, and managerial risk-taking. *Journal of Banking & Finance*, 35(3):512–531, 2011.
- Kumar, P. e Rabinovitch, R. CEO Entrenchment and Corporate Hedging: Evidence from the Oil and Gas Industry. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48 (3):887–917, 2013.
- La Porta, R., Lopez-de Silanes, F., Shleifer, A. e Vishny, R. W. Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6):1131–1155, 1998.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F. e Shleifer, A. Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance*, 54(2):471–517, 1999.

- La Porta, R., Lopez-de Silanes, F., Shleifer, A. e Vishny, R. W. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2):3–27, 2000.
- La Porta, R., Lopez-de Silanes, F., Shleifer, A. e Vishny, R. W. Investor Protection and Corporate Valuation. *Journal of Finance*, 57(3):1147–1170, 2002.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F. e Shleifer, A. What works in securities laws? *Journal of Finance*, 61(1):1–32, 2006.
- Laeven, L. e Levine, R. Bank governance, regulation and risk taking. *Journal of Financial Economics*, 93(2):259–275, 2009.
- Lewellyn, K. B. e Muller-Kahle, M. I. CEO Power and Risk Taking: Evidence from the Subprime Lending Industry. *Corporate Governance: An International Review*, 20(3):289–307, 2012.
- Lin, C., Ma, Y., Malatesta, P. e Xuan, Y. Ownership structure and the cost of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 100(1):1–23, 2011.
- Lin, C., Ma, Y., Malatesta, P. e Xuan, Y. Corporate ownership structure and the choice between bank debt and public debt. *Journal of Financial Economics*, 109(2): 517–534, 2013.
- Lin, C.-P. e Chuang, C.-M. Principal-principal conflicts and IPO pricing in an emerging economy. *Corporate Governance: An International Review*, 19(6):585–600, 2011.
- Lin, Y.-C., Wang, Y.-C., Chiou, J.-R. e Huang, H.-W. CEO Characteristics and Internal Control Quality. *Corporate Governance: An International Review*, 22(1): 24–42, 2014.
- Lins, K. V. Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets. *Journal of Financial Quantitative Analysis*, 38(1):159–184, 2003.
- Liu, Y. e Mauer, D. C. Corporate cash holdings and CEO compensation incentives. *Journal of Financial Economics*, 102(1):183–198, 2011.
- Love, I. Corporate Governance and Performance around the World: What We Know and What We Don't. *The World Bank Research Observer*, 26(1):42–70, 2010.

- Lundstrum, L. L. Entrenched management, capital structure changes and firm value. *Journal of Economics and Finance*, 33(2):161–175, 2009.
- Luo, W., Zhang, Y. e Zhu, N. Bank ownership and executive perquisites: New evidence from an emerging market. *Journal of Corporate Finance*, 17(2):352–370, 2011.
- Martins, H. C., Schiehl, E. e Terra, P. R. S. How do shareholder protection and creditor rights influence the association between debt maturity and ownership structure? 2016.
- McConnell, J. J. e Servaes, H. Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, 27(2):595–612, 1990.
- McConnell, J. J. e Servaes, H. Equity ownership and the two faces of debt. *Journal of Financial Economics*, 39(1):131–157, 1995.
- McKnight, P. J. e Weir, C. Agency costs, corporate governance mechanisms and ownership structure in large UK publicly quoted companies: A panel data analysis. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 49(2):139–158, 2009.
- Miguel, A. d., Pindado, J. e de la Torre, C. Ownership Structure and Firm Value : New Evidence From Spain. *Strategic Management Journal*, 25(12):1199–1207, 2004.
- Mishra, D. R. Multiple large shareholders and corporate risk taking: Evidence from East Asia. *Corporate Governance: An International Review*, 19(6):507–528, 2011.
- Morck, R., Shleifer, A. e Vishny, R. W. Management ownership and market valuation. *Journal of Financial Economics*, 20:293–315, 1988.
- Murphy, K. J. Incentives, Learning, and Compensation: A Theoretical and Empirical Investigation of Managerial Labor Contracts. *The RAND Journal of Economics*, 17(1):59–76, 1986.
- Myers, S. C. Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5:147–175, 1977.
- Myers, S. C. e Majluf, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2):187–221, 1984.

- Myers, S. C. e Rajan, R. G. The Paradox of Liquidity. *The Quarterly Journal of Economics*, 113(3):733–771, 1998.
- Nenova, T. The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis. *Journal of Financial Economics*, 68(3):325–351, 2003.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R. e Williamson, R. The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52(1):3–46, 1999.
- Ozkan, A. e Ozkan, N. Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies. *Journal of Banking & Finance*, 28(9):2103–2134, 2004.
- Pagano, M. e Volpin, P. The political economy of corporate governance. *American Economic Review*, 95(4):1005–1030, 2005.
- Paligorova, T. Corporate Risk Taking and Ownership Structure. *Bank of Canada Working paper*, (3):1–44, 2010.
- Qi, Y., Roth, L. e Wald, J. K. How legal environments affect the use of bond covenants. *Journal of International Business Studies*, 42(2):235–262, 2011.
- Raheja, C. G. Determinants of Board Size and Composition: A Theory of Corporate Boards. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(02):283, 2005.
- Rajan, R. G. e Wulf, J. Are perks purely managerial excess? *Journal of Financial Economics*, 79(1):1–33, 2006.
- Rediker, K. J. e Seth, A. Boards of directors and substitution effects of alternative governance mechanisms. *Strategic Management Journal*, 16(2):85–99, 1995.
- Renders, A. e Gaeremynck, A. Corporate governance, principal-principal agency conflicts, and firm value in european listed companies. *Corporate Governance: An International Review*, 20(2):125–143, 2012.
- Roodman, D. A note on the theme of too many instruments. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 71(1):135–158, 2009a.
- Roodman, D. How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata. *The Stata Journal*, 9(1):86–136, 2009b.

- Salas, J. M. Entrenchment, governance, and the stock price reaction to sudden executive deaths. *Journal of Banking and Finance*, 34(3):656–666, 2010.
- Sánchez-Ballesta, J. P. e García-Meca, E. Ownership Structure and the Cost of Debt. *European Accounting Review*, 20(2):389–416, 2011.
- Schiehll, E. e Martins, H. C. Cross-National Governance Research: A systematic review and assessment. *Corporate Governance: An International Review*, 24(3): 181–199, 2016.
- Schiehll, E., Ahmadjian, C. e Filatotchev, I. National Governance Bundles Perspective: Understanding the Diversity of Corporate Governance Practices at the Firm and Country Levels. *Corporate Governance: An International Review*, 22(3):179–184, 2014.
- Seifert, B. e Gonenc, H. Creditor Rights, Country Governance, and Corporate Cash Holdings. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 27(1): 65–90, 2016.
- Serfling, M. A. CEO age and the riskiness of corporate policies. *Journal of Corporate Finance*, 25:251–273, 2014.
- Sheu, H.-J. e Lee, S.-Y. Excess cash holdings and investment: the moderating roles of financial constraints and managerial entrenchment. *Accounting and Finance*, 52 (September 2011):287–310, 2012.
- Shleifer, A. e Vishny, R. W. Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 94(3):461–488, 1986.
- Shleifer, A. e Vishny, R. W. Management entrenchment: The case of manager-specific investments. *Journal of financial economics*, 25(1):123–139, 1989.
- Shleifer, A. e Vishny, R. W. A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, 52(2):737–783, 1997.
- Shuto, A. e Kitagawa, N. The Effect of Managerial Ownership on the Cost of Debt: Evidence From Japan. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 26(3):590–620, 2011.

- Singh, M. e Davidson III, W. N. Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms. *Journal of Banking & Finance*, 27(5):793–816, 2003.
- Spamann, H. The “Antidirector Rights Index” Revisited. *Review of Financial Studies*, 23(2):467–486, 2010.
- Stulz, R. M. Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control. *Journal of financial Economics*, 20:25–54, 1988.
- Stulz, R. M. Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26(1):3–27, 1990.
- Ward, A. J., Brown, J. a. e Rodriguez, D. Governance bundles, firm performance, and the substitutability and complementarity of governance mechanisms. *Corporate Governance: An International Review*, 17(5):646–660, 2009.
- Weisbach, M. S. Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 20:431–460, 1988.
- Williams, J. Perquisites, Risk, and Capital Structure. *Journal of Finance*, 42(1):29–48, 1987.
- Yermack, D. Flights of fancy: Corporate jets, CEO perquisites, and inferior shareholder returns. *Journal of Financial Economics*, 80(1):211–242, 2006.
- Young, M. N., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Bruton, G. D. e Jiang, Y. Corporate governance in emerging economies: A review of the principal-principal perspective: Review paper. *Journal of Management Studies*, 45(1):196–220, 2008.
- Yung, K. e Nafar, N. A. Creditor rights and corporate cash holdings: International evidence. *International Review of Economics & Finance*, 33:111–127, 2014.
- Zwiebel, J. Dynamic capita structure under managerial entrenchment. *The American Economic Review*, (5):1197–1215, 1996.

Appendix A - Investor Protection

Introduction

This appendix builds on the systematic review on International Corporate Governance by Schiehl e Martins (2016). These authors synthesize the most recent empirical literature on cross-country governance. Analyzing almost one hundred very recent studies, they identified substantial variation in the use of country-level factors that measure the quality of investor protection. In particular, they show important overlap but also discrepancies in the use of indexes measuring investor protection. This fact prevented them to find a consistent pattern of association between country-level governance and firm-level outcomes in previous corporate research.

Building on this gap, in this appendix, I assess and compare the most commonly country-level governance indices used in the international governance literature. More precisely, I analyze the data sources, criteria, scope, and underlying principles of the indices created by La Porta and colleagues, but also by Spamann (2010), Guillén e Capron (2015), Pagano e Volpin (2005) and by the Doing business project. Using archival data reported for each index and principal components factor analysis, I perform a comparative analysis in order to assess whether they capture similar dimensions of country-level governance factors intended to assure investor protection. The study shows that the correlations between the minority shareholder protection and between creditors rights indices are lower than originally expected. It also shows that shareholder protection and creditors rights are indeed very different dimensions of investor protection, which supports La Porta et al. (1998), and also the recent study from Martins, Schiehl e Terra (2016).

The Seminal Article: Law and Finance

It is La Porta et al. (1998) (hereafter LLSV) that introduced the first widely know index of shareholder protection: the *Anti-director rights*. In this index, they identify the presence and the strength of regulation (either company laws or commercial codes that were in effect in 1993 in each country) assuring minority shareholder protection.

In order to build the index, LLSV combine three components related to the ability of shareholders to vote (proxy voting by mail, voting with shares not blocked before meeting, and minimum number of shares to call a meeting) and other three items related to the minority shareholders capacity of monitoring (proportionate board representation, possibility to challenge management decisions, and preemptive rights). La Porta et al. (1998, p. 1127) refer to this index as a measure of *how strongly the legal system favors minority shareholders against managers or dominant shareholders in the corporate decision-making process*. It ranges 0 to 6 and is measured for 49 countries.

Also related to minority shareholder protection, LLSV present an item called Mandatory Dividends. They argue that this item is a remedy to the lack of protection because it makes less cash flow available to manager diversion. Mandatory Dividends equals the percentage of net income that firms are required to distribute as dividends to the shareholders.

The second dimension analyzed by LLSV is the Creditors Rights. LLSV took the perspective of a senior secured creditor and combined three components of the reorganization process and one component of liquidation process of a defaulting firm. The aggregation of these components originates the *Creditors Rights index*, which ranges from 0 to 4 and is measured for the same 49 countries. LLSV also presented a remedy to the lack of protection of creditors rights, that is the requirement of Legal reserve. This equals the minimum percentage of the share capital that a firm is required to keep in order to avoid automatic liquidation.

In the next paragraphs, I briefly discuss a number of shareholder protection and creditors rights indices.

Shareholder Protection

Disclosure requirements, Liability Standards and Public Enforcement: La Porta et al. (2006) (hereafter LLS) asked consultants from 49 countries to describe the security laws that regulate the issuance of new equity. They argue that an efficient legal system will require management to collect and disclose proper information about the decision of issuing new equity. Firstly, the authors examined the presence of particular items regarding the issuance. A dummy variable is created and takes the value

of one whenever a particular item is required to be disclosed. These dummies were then combined into an index named *Disclosure requirements*. LLS also measure how easy investors can make accountable the managers and directors, the distributors (or underwriters), and the accountants, in case of omission or misleading disclosed information. These components were combined into an index named *Liability standards index*. Lastly, LLS combine the regulators' characteristics, the regulators' power, and the criminal sanctions applicable in case of misconduct into a *Public enforcement index*, which measures how the public sector are effective in regulating and monitoring the equity issue.

The “Corrected” Antidirector rights: A frequent criticism to the original *Anti-director rights index* is that LLSV defined the items ambiguously, did not document the statute, regulation or security law that best fit their underlying indices, and did not consult experts to confirm their interpretation of law. In order to investigate the accuracy of this index, Spamann (2010) consulted local lawyers to assess the regulation that best fit the protection of shareholders, and to define unambiguous interpretations of all important items to investors. The result is an index that Spamann (2010) named *Corrected Anti-director rights index*. He has two versions of this index: the first uses data from 1997, the second uses data from 2005.

Anti-self-dealing index: In a response to Spamann (2010) criticism, Djankov et al. (2008b) (hereafter DLLS 2008) presented two new indices. The first is called *Anti-self-dealing index*. Contrary to LLSV, DLLS 2008 consulted local lawyers to assess the practical interpretation about the laws that regulate self-dealing transactions. They proposed to lawyers a fictitious transaction between two firms that one single director hold shares. Each lawyer was asked to analyze and to describe specific details about the transaction using their interpretation of the law. The result is an index that captures country-level requirements about the approval and disclosure of related-party transactions.

Revised Anti-director rights index: The second index presented by DLLS 2008 is a revised version of the *Anti-director rights index* from LLSV. They refined the methods to code some components, updated the data to 2003 and expanded the index

to 72 countries. The key difference is that DLLS treated enabling provisions differently from mandatory or default rules, which were treated as the same by LLSV.

Anti-director rights (Pagano e Volpin (2005)): Pagano e Volpin (2005) extended and modified some components of the Anti-director rights from LLSV to the period 1993-2001. The main difference is that, contrary to LLSV, these authors sent questionnaires to legal experts and practitioners of each country and asked them to interpret the local rule using their expertise. The result is a revised extension of the original Anti-director rights.

Protecting minority investors (The Doing Business project): In 2006, The Doing Business (<http://www.doingbusiness.org>) created an index named *Protecting minority investors*. This index is based on the *Anti-self-dealing index* from DLLS and measures minority protection against self-dealing transactions based on three components: transparency, ability to sue directors, and access by shareholders to documents and evidences for trial. Contrasting to DLLS, the Protecting minority investors index is time-variant and is constantly updated since its beginning.

Rights of minority shareholders (Guillén e Capron, 2015): In a recent work, Guillén e Capron (2015) created an index called *Rights of minority shareholders*. They collected information on ten legal provisions relevant to shareholder protection. Then, they consulted 52 local experts to interpret and code items using these provisions. The ten items were then aggregated into an index that ranges from 0 to 10. It is available for 78 countries for the period 1970-2011. One characteristic of this index is that it comprises several dimensions of country-level shareholder protection per se, but also comprises disclosure requirements, enforcement and board characteristics. Contrasting to previous indices, perhaps its greatest advantage is that it is time-variant.³⁴

³⁴The provisions are: (1) Powers of the general meeting for de facto changes; (2) Agenda-setting power; (3) Facilitated anticipation of shareholder decision; (4) Prohibition of multiple voting rights; (5) Independent board members; (6) Feasibility of directors' dismissal; (7) Private enforcement of directors' duties; (8) Shareholder action against resolutions of the general meeting; (9) Mandatory bid (tag along); and (10) Disclosure of major share ownership.

Creditors Rights

Time to recover default: Djankov et al. (2003) (hereafter DLLS 2003) measured the efficiency of dispute resolutions related to the eviction of a tenant for nonpayment, and to the collection of a bounded check. They asked lawyers from 109 countries to describe the exact procedure of each dispute. Using these descriptions, DLLS 2003 coded and combined a number of items into an index that measures how quick a legal dispute is resolved (I named it *Time to recover default*).

Creditors rights (update) and Information sharing Building on LLSV, Djankov et al. (2007) (hereafter DMS) updated the original *Creditors rights index* for the period 1978-2003 and to 129 countries. An important difference is that DMS consulted 440 lawyers to verify their interpretation of the laws and to access the reforms that happened since 1978 in each country. The result is a time-variant index measuring the creditors rights within the 25 years. Additionally, DMS present two new items that are related to the easiness to access information through credit registries. If a public registry or a private registry operates in the country, a dummy variable receives the value of one (zero, otherwise). Then they combined these dummies to create an Information sharing dummy, which takes the value of 1 if either a public or a private registry operates in the country.

Efficiency and Recovery rate of debt Djankov et al. (2008a) (hereafter DHMS) asked local practitioners to describe the procedure of a fictitious firm defaulting its debt. The fictitious firm has outstanding debt and is facing a short-term liquidity problem. The authors assumed that the efficient decision is to keep the firm as a going concern. The firm has no available cash and will default the next payment of its debt. Therefore, creditors have the right to enforce its payment. DHMS proposed this exercise to practitioners in 88 countries and asked them to choose and describe the most likely option for resolving the situation. Based on their answers, DHMS measured two indices: the Efficiency rate, and the Recovery rate of the procedure. DHMS interpret these indices as measures of the overall quality of debt enforcement.

The Doing Business project: The Doing Business project also presents indices that measures the strength of creditors rights. First, the project measures the efficiency of a commercial dispute resolution through courts. This is based on the duration to complete the disputes from DLLS. Moreover, it measures two related variables: the time to enforce contracts, and the procedure cost to enforce the contract (in percentage of the claim). Both indices are available since 2005. Second, the project measures the Strength of legal rights index. This index is based on the work from DMS. It measures the degree to which laws protect the rights of borrowers and lenders within a country. In the same dataset, the project maintains reports on the existence and scope of public and private registries. This index is named *Depth of Credit Information* is based on the Information sharing dummy from DMS. Finally, the project measures the time to recover, the cost of the recovery and the recovery rate of a defaulted debt. These variables are measured following the fictitious defaulting firm from DHMS and are available since 2005. Moreover, the project has an index called Strength of insolvency framework. This is based on four components related to the quality of countries' insolvency laws.

Data and Discussion

Shareholder protection

Table A.1 presents all shareholders protection indices. The period covered is 1993-2014. The index from Guillén e Capron (2015) is time-series and contains information from before 1993, but because LLSV use data from 1993, I choose this year as the starting point. The *Protecting minority Investors index* from The Doing Business is also time-series and starts in 2006. All remaining indices are cross-sectional. In these cases, I repeated each score to all years.

Table A.1: Summary statistics

Variable	Mean	Std. Dev.	Min.	Max.	N
Antidirector rights 1993 (LLSV 1998)	3	1.29	0	5	1078
Rev. Antidirector rights 2003 (DLLS 2008)	3.5	1.11	1	5	1078
Anti-self-dealing 2003 (DLLS 2008)	0.48	0.25	0.08	1	1078
Antidirector rights 2002 (Pagano-Volpin)	3.6	1.14	1	5	1034
Correc. Antidirector rights 1997 (Spamann)	3.74	0.94	2	5	1012

Continued on next page...

... table A.1 continued

Variable	Mean	Std. Dev.	Min.	Max.	N
Correc. Antidirector rights 2005 (Spamann)	3.98	0.99	2	6	1012
Shar. Protection extended (Guillen-Capron)	5.16	1.56	0	8.25	924
Protecting minority investors - DB	6.03	1.72	2.3	9.70	441
Disclosure req. 2000 (LLS 2006)	0.6	0.23	0	1	1078
Liability standard 2000 (LLS 2006)	0.49	0.25	0	1	1078
Public enforcement 2000 (LLS 2006)	0.5	0.22	0	0.9	1078
Mandatory dividends 1993 (LLSV 1998)	0.05	0.13	0	0.5	1078

Observation: The number following the indices' name is the year in which the index is based. The maximum period covered is 1993-2014. Cross-section indices repeat the value in all years. The index from Guillén e Capron (2015) is time-series; most countries have data until 2011/2012, we repeated the last available value until 2014. Protecting minority investors - DB is available between 2005-2014. DB represents *Doing Business*.

In in Table Table A.2, we see the correlation between indices. It is interesting to see that the correlations vary significantly and some are very small. The highest is 0.87 between *Protecting minority investors* (Doing Business) and the *Anti-self-dealing* (DLLS). Also, the two measures from Spamann (2010) are significantly correlated (0.86). The third highest correlation is 0.74 between the *Anti-director rights* from LLSV and from Pagano e Volpin (2005). All remaining correlations are below ± 0.7 .

Since most correlations are not particularly high, Table A.2 suggests that the indices cannot be used as measures of the same theoretical construct. To further check this intuition, I used the principal component factor analysis to verify how many different factors are extracted from these indices. Because the structure of the data is panel I run a factor analysis per year, then I aggregated the all factors. I used the Varimax Orthogonal rotation, thus all factors are orthogonal (i.e. non-correlated).

Table A.3 shows that four factors were extracted (Eigenvalues higher than 1). The first factor shows high loadings to the *Anti-director rights* (LLSV) and the *Anti-self-dealing* (DLLS) in spite of their coding differences. Additionally, the three indices from LLS shows high loadings in this factor. Factor 1 explains roughly 32% of the total variance. The second factor includes both versions of Spamann (2010), with high loadings. The *Revision of the Anti-director rights* from DLLS also shows a high loading. Since the indices from Spamann (2010) are based on the *Anti-director rights* from LLSV, it is not a surprise to see these three indices grouped together. This second factor explains 24% of the total variance.

Table A.2: Shareholders protection - Correlation matrix

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
Antidirector rights 1993 (LLSV 1998)	1.00											
Rev. Antidirector rights 2003 (DLLS 2008)	0.60	1.00										
Anti-self-dealing 2003 (DLLS 2008)	0.59	0.68	1.00									
Antidirector rights 2002 (Pagano-Volpin)	0.74	0.54	0.51	1.00								
Correc. Antidirector rights 1997 (Spamann)	0.53	0.67	0.36	0.42	1.00							
Correc. Antidirector rights 2005 (Spamann)	0.41	0.67	0.33	0.50	0.86	1.00						
Shar. Protection extended (Guillen-Capron)	0.10	0.13	0.30	0.28	-0.01	0.08	1.00					
Protecting minority investors - DB	0.58	0.62	0.87	0.57	0.29	0.29	0.27	1.00				
Disclosure req. 2000 (LLS 2006)	0.52	0.59	0.67	0.46	0.33	0.35	0.25	0.56	1.00			
Liability standard 2000 (LLS 2006)	0.48	0.46	0.42	0.26	0.22	0.28	-0.01	0.37	0.54	1.00		
Public enforcement 2000 (LLS 2006)	0.44	0.18	0.41	0.32	0.02	0.01	0.10	0.32	0.41	0.35	1.00	
Mandatory dividends 1993 (LLSV 1998)	-0.05	-0.15	-0.22	0.07	-0.06	-0.14	-0.07	-0.15	-0.50	-0.32	-0.03	1.00

Observation: The number following the indices' name is the year in which the index is based. The maximum period covered is 1993-2014. Cross-section indices repeat the value in all years. The index from Guillén and Capron (2016) is time-series; most countries have data until 2011/2012, we repeated the last available value until 2014. Protecting minority investors - DB is available between 2005-2014. DB represents *Doing Business*.

The third factor includes only *Mandatory dividends* (LLS) with high loading, corroborating the intuition that this is a substitute mechanism for the lack of shareholder protection. Factor 3 explains 12% of the total variance. Finally, the fourth factor includes only the index from Guillén e Capron (2015) with high loading. Their index comprehends variables such as board composition, shareholders' power and disclosure. Thus, it is not particularly surprising that this index is included in a different factor than all remaining indices. Factor 4 explains roughly 11% of the total variance.

Table A.3: Factor loadings - Shareholder protection

	Shar1	Shar2	Shar3	Shar4
Antidirector rights 1993 (LLSV 1998)	0.767	0.422	0.117	-0.090
Rev. Antidirector rights 2003 (DLLS 2008)	0.483	0.745	-0.136	0.078
Anti-self-dealing 2003 (DLLS 2008)	0.756	0.251	-0.102	0.383
Antidirector rights 2002 (Pagano-Volpin)	0.568	0.439	0.408	0.272
Correc. Antidirector rights 1997 (Spamann)	0.105	0.923	0.115	-0.100
Correc. Antidirector rights 2005 (Spamann)	0.029	0.930	0.015	0.028
Shar. Protection extended (Guillen-Capron)	0.054	-0.069	-0.061	0.888
Protecting minority investors - DB	0.709	0.260	-0.054	0.419
Disclosure req. 2000 (LLS 2006)	0.748	0.164	-0.424	0.190
Liability standard 2000 (LLS 2006)	0.594	0.130	-0.438	-0.299
Public enforcement 2000 (LLS 2006)	0.793	-0.146	0.075	-0.119
Mandatory dividends 1993 (LLSV 1998)	-0.032	0.079	0.901	-0.110

Observation: Rotated factor loadings (Method: Varimax Orthogonal)

Creditors rights

I present below the summary statistics of all indices associated with the creditors rights. All indices from the Doing business and the creditors rights from DMS are time-varying. The remaining are cross-sectional.

Table A.4: Summary statistics

Variable	Mean	Std. Dev.	Min.	Max.	N
Creditor rights 1993 (LLSV 1998)	2.3	1.35	0	4	1034
Creditor rights 2002 (DMS 2007)	2.02	1.19	0	4	1078
Legal reserve 1993 (LLSV 1998)	0.15	0.2	0	1	1078
Information sharing 2003 (DMS 2007)	0.96	0.2	0	1	1078
Efficiency of default 2006 (DHMS 2008)	0.63	0.28	0.07	0.96	968
Recovery of default 2006 (DHMS 2008)	0.56	0.29	0.07	0.95	968

Continued on next page...

... table A.4 continued

Variable	Mean	Std. Dev.	Min.	Max.	N
Time recover default n.a. (DLLS 2003)	223.39	139.52	39	645	1078
Enforce contract - DB	576.09	297.58	120	1510	539
Cost enforce contracts - DB	-0.29	0.21	-1.39	-0.1	539
Strength of legal rights - DB	6.19	2.43	1.8	10	490
Depth of credit information - DB	4.37	1.75	0	6	490
Time recovery default - DB	2.3	1.41	0.4	10	539
Cost default - DB	-0.12	0.09	-0.38	-0.01	539
Rate recovery default - DB	0.54	0.28	0	0.94	539

Observation: The number following the indices' name is the year in which the index is based. The period analyzed is 1993-2014. Cross-section indices repeat the value in all years. Time series indices are Creditors rights (DMS 2007) (1993-2002). DB refers to *Doing Business*. Time recover default refers to the recovery of a bounded check, measured in days, date not determined (DLLS 2003). Enforce contract from DHMS 2008 is measured in years. Enforce contract from Doing Business is measured in days. Cost enforce contracts is measured in percentage of the claim. Time recovery default is measured in years. Cost default is measured in percentage of the value. Rate recovery default is measured in cents of dollar. All indices from the Doing Business are available in 2004-2014; except Strength of legal rights and Depth of credit information, which are available in 2005-2014.

Next, it is presented the correlation matrix. All high correlations are between indices that are constructed with similar methods. For example, the Efficiency and the Recovery of default have a correlation of 0.97. These two indices also highly correlate with the Recovery rate of default and with the Time to recover a default (Doing Business). We can see two more correlations higher than ± 0.7 : 1) between the Rate and the Time to recover a default (Doing Business project); and 2) between the original Creditor rights index from LLSV and the revision from DMS. All remaining correlations are below ± 0.7 . Note that the original Creditors rights from LLSV shows low correlation with almost every other index. Except for the actualization from DMS, the highest correlation is the 0.33 with the Strength of legal rights.

The Information sharing dummy presents no correlation with the measures from DHMS for two reasons. First, India and Zimbabwe are not included in these authors' dataset and do not have scores to their indices. Excluding India and Zimbabwe, the Information Sharing dummy equals one to every other country. Thus, it is not possible to calculate the correlation between this dummy and Djankov's indices, because the dummy does not vary among the countries that are included in their dataset.

Table A.5: Creditors rights - Correlation matrix

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
Creditor rights 1993 (LLSV 1998)	1.00													
Creditor rights 2002 (DMS 2007)	0.70	1.00												
Legal reserve 1993 (LLSV 1998)	-0.20	-0.33	1.00											
Information sharing 2003 (DMS 2007)	-0.27	-0.17	0.16	1.00										
Efficiency of default 2006 (DHMS 2008)	0.00	0.22	-0.07	.	1.00									
Recovery of default 2006 (DHMS 2008)	0.03	0.29	-0.16	.	0.97	1.00								
Time recover default n.a. (DLS 2003)	-0.26	-0.33	0.14	0.11	-0.28	-0.35	1.00							
Enforce contract - DB	-0.01	-0.26	0.09	-0.24	-0.43	-0.50	0.52	1.00						
Cost enforce contracts - DB	0.30	0.16	-0.19	-0.20	-0.30	-0.26	0.07	0.08	1.00					
Strength of legal rights - DB	0.33	0.51	-0.44	-0.08	0.61	0.65	-0.40	-0.41	0.05	1.00				
Depth of credit information - DB	-0.30	-0.13	0.16	0.11	0.23	0.22	-0.00	-0.16	-0.30	0.09	1.00			
Time recovery default - DB	0.07	-0.20	0.15	-0.22	-0.76	-0.77	0.15	0.34	0.22	-0.41	-0.34	1.00		
Cost default - DB	0.17	0.08	-0.15	-0.07	-0.63	-0.63	0.21	0.21	0.31	-0.32	-0.34	0.53	1.00	
Rate recovery default - DB	-0.13	0.11	-0.01	0.29	0.95	0.94	-0.22	-0.39	-0.36	0.45	0.38	-0.83	-0.66	1.00

Observation: The number following the indices' name is the year in which the index is based. The period analyzed is 1993-2014. Cross-section indices repeat the value in all years. Time series indices are Creditors rights (DMS 2007) (1993-2002). DB refers to *Doing Business*. Time recover default refers to the recovery of a bounded check, measured in days, date not determined (DLS 2003). Enforce contract from DHMS (2008) is measured in years. Enforce contract from Doing Business is measured in days. Cost enforce contracts is measured in percentage of the claim. Time recovery default is measured in years. Cost default is measured in percentage of the value. Rate recovery default is measured in cents of dollar. All indices from the Doing Business are available in 2004-2014; except Strength of legal rights and Depth of credit information, which are available in 2005-2014.

Finally, I used the factor analysis to check how many factors are extracted from the indices associated with the creditors rights. Table 6 shows that three factors were extracted. Factor 1 mainly includes indices associated with the efficiency of recovering creditors wealth during an event of default. The indices with high loadings in this factor are: Efficiency and Recovery of default from DHMS; and Time, Cost, and Rate of recovery a default (Doing Business). As noted before, the correlation between the first two indices is significantly high as they share the same theoretical aspects. The last three are also collected together and share the same methodology. Thus, it is not surprising to see these indices in one single factor. Moreover, the loading to the Strength of legal rights and the enforce contract from the Doing Business are relatively high in this factor. Factor 1 explains 34% of the total variance. The second factor groups the two Creditors rights (from LLSV and from DMS) with extremely high loadings. This suggests that they are indeed measuring specific and convergent features of the protection of creditors. Additionally, the time to recover a defaulted debt, measured by DLLS also has a considerably high loading in this factor. This factor explains 13% of the total variance. Finally, the third factor includes only the Legal reserve (LLSV) and the Depth of credit information (Doing Business) with high loadings. Again, this supports the notion that Legal reserve is a remedy to the lack of protection and indicates that Depth of credit information might be also a complementary mechanism. This last factor explains 11% of the total variance.

Table A.6: Factor loadings - Creditors rights

	Cred1	Cred2	Cred3
Creditor rights 1993 (LLSV 1998)	-0.131	0.873	0.055
Creditor rights 2002 (DMS 2007)	0.201	0.839	-0.014
Legal reserve 1993 (LLSV 1998)	-0.064	-0.247	0.374
Efficiency of default 2006 (DHMS 2008)	0.929	0.095	-0.028
Recovery of default 2006 (DHMS 2008)	0.933	0.160	-0.065
Time recover default n.a. (DLLS 2003)	0.393	0.593	-0.085
Enforce contract - DB	0.584	0.385	-0.060
Cost enforce contracts - DB	0.376	-0.158	0.179
Strength of legal rights - DB	0.560	0.477	-0.145
Depth of credit information - DB	0.143	0.056	0.361
Time recovery default - DB	0.838	0.166	-0.102
Cost default - DB	0.760	-0.014	0.147
Rate recovery default - DB	0.939	0.131	-0.022

Additional test

Table 7 presents the correlation parameters between the extracted factors. As explained before, I rotate the factors of each group. Thus, all the correlations between the factors of the same group equal zero. The important thing to notice in this Table is that all factors measuring Shareholder protection have low correlation with the factors measuring Creditors rights. The higher correlation is the negative 0.37 between Shareholder protection F3 and Creditors rights F2, which is not a high number. All remaining correlations are lower than ± 0.30 . This result supports Martins, Schiehl and Terra (2015) and suggests that Shareholder protection and Creditors rights are indeed very distinct dimensions of Investor protection.

Table A.7: Factors - Correlation matrix

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Shar. protection - F1	1.00						
Shar. protection - F2	-0.00	1.00					
Shar. protection - F3	0.00	0.00	1.00				
Shar. protection - F4	-0.00	0.00	-0.00	1.00			
Cred. rights - F1	0.16	-0.04	-0.31	0.27	1.00		
Cred. rights - F2	0.23	0.33	-0.37	0.18	-0.00	1.00	
Cred. rights - F3	-0.15	0.01	0.14	0.15	0.00	0.00	1.00

Observation: The composition of all remaining factors are explained in the previous sections.

Concluding Remarks

In this appendix, we discuss the indices used in previous literature to capture country-level factors assuring minority shareholder protection and creditors rights. In this brief document, we could see two interesting patterns in this analysis. First, the correlations between the indices in each group are lower than previously expected. Only a few pairs show correlation above ± 0.7 . Even indices that we would previously expect to be measuring the same construct are not highly correlated. This supports the findings of Schiehl e Martins (2016) that the empirical research to date precludes a consistent comparison about the outcomes of the national governance quality. It seems that with the “right” index in hand, one could find virtually all hypothesis “true”. Second,

using principal component analysis, I extracted four factors related to the Shareholder protection, and another three related to the Creditors rights. I show that all shareholder protection factors have low correlation with all creditors rights factors. I take this as another evidence that these dimensions are indeed very distinct measures of investors protection.

Apêndice B - Tabelas adicionais

Tabela B.1: Descrição das variáveis empíricas utilizadas

Variável	Fórmula	Origem
Conflitos de agência		
	1) % de Prop. acionária do gestor (e seu quadrado),	Jensen e Meckling (1976)
Entrincheiramento	2) <i>Ent 1: dummy</i> = 1 se gestor possui > 10% de ações;	Ang et al. (2000)
	3) <i>Ent 2: Ln(Idade do gestor)</i> , e	Florackis (2008)
	4) <i>Ent 3: dummy</i> = 1 se gestor preside o conselho	Kumar e Rabinovitch (2013)
Liquidez ^{net}	$\text{Ln}\left(1 + \frac{\text{Caixas e Equivalentes}}{\text{Ativo Total} - \text{Caixas e Equivalentes}}\right)$	Opler et al. (1999)
Perquisites	$\text{Ln}\left(\frac{\text{Vendas Anuais}}{\text{Ativo total}}\right) * -1$	Ang et al. (2000)
Risk-taking	$\sigma(\text{ROA}_{[t-3,t]})$ ajustado por país e ano	John et al. (2008), Faccio et al. (2011) Mishra (2011)

Continua a seguir...

... Tabela B.1 continuação

Variável	Fórmula	Origem
Mecanismos de Governança		
Direitos de propriedade	Vide explicação no capítulo 3.3.1 dessa tese	Claessens et al. (2000), Aslan e Kumar (2012)
Wedge de controle	<i>Control rights – Cash Flow Rights</i>	Aslan e Kumar (2012, 2014) Claessens et al. (2002)
Propriedade Institucional (3)	% de ações com direito a voto dos 3 maiores acionistas institucionais	Ferreira e Matos (2008), Kim e Lu (2011)
Propriedade do conselho	% de ações com direito a voto dos membros do conselho	Jensen (1993)
Alavancagem	$\frac{Divida\ total}{Ativo\ Total}$	Jensen (1986), Grossman e Hart (1982)
Alavancagem ^{net}	$\frac{Divida\ total}{(Ativo\ Total - Caixa\ e\ Equivalentes)}$	Jensen (1986), Grossman e Hart (1982)
Dívida de curto prazo	$\frac{Divida\ de\ curto\ prazo}{Divida\ total}$	Jensen (1986), Fan et al. (2012)
Demais variáveis nível de firma		
Tamanho	$Ln (Ativo\ total)$	Ang et al. (2000), John et al. (2008)
Tamanho ^{net}	$Ln (Ativo\ total - Caixa\ e\ Equivalentes)$	Opler et al. (1999)

Continua a seguir...

... Tabela B.1 continuação

Variável	Fórmula	Origem
Performance	ROA	Faccio et al. (2011)
Crescimento de vendas	$\frac{Vendas_t - Vendas_{t-1}}{Vendas_{t-1}}$	Dittmar e Mahrt-Smith (2007), John et al. (2008)
Fluxos de caixa ^{net}	$\frac{Fluxos\ de\ caixa - Impostos}{Ativo\ Total - Caixas\ e\ Equivalentes}$	Opler et al. (1999) Dittmar e Mahrt-Smith (2007)
σ Fluxos de caixa ^{net}	Média de $\sigma(FC_{[t-4,t]})$ com ajuste indústria e país	Opler et al. (1999) Dittmar e Mahrt-Smith (2007)
Capital de giro ^{net}	$\frac{Ativos\ correntes - Passivos\ correntes}{Ativo\ Total - Caixas\ e\ Equivalentes}$	Opler et al. (1999) Dittmar e Mahrt-Smith (2007)
Market-to-book ratio	$\frac{Valor\ de\ mercado}{Capital\ proprio}$	Florackis (2008)
Market-to-book ratio ^{net}	$\frac{Valor\ de\ mercado}{Ativo\ total - Caixa\ e\ equivalentes}$	Dittmar e Mahrt-Smith (2007)
Ambiente Institucional		
Proteção ao acionista	Fator 1 - Vide Apêndice A	La Porta, Djankov e colegas (vide Nota de rodapé 29).
Proteção ao credor	Fator 1 - Vide Apêndice A	La Porta, Djankov e colegas (vide Nota de rodapé 29).

Tabela B.2: Matriz de correlação

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)
(1) Liquidez ^{net}	1.00														
(2) Perquisites	0.09	1.00													
(3) Risk-taking	0.22	0.10	1.00												
(4) Prop. Gestor	0.03	-0.02	0.04	1.00											
(5) Ent 1.	0.02	-0.01	0.03	0.85	1.00										
(6) Ent 2.	-0.04	-0.01	-0.12	0.07	0.06	1.00									
(7) Ent 3.	-0.01	-0.02	-0.05	0.02	0.03	0.13	1.00								
(8) Prop. Institucional	-0.01	0.04	-0.01	-0.09	-0.09	-0.03	0.01	1.00							
(9) Direitos de propriedade	-0.00	-0.01	-0.02	0.17	0.10	0.01	0.01	0.13	1.00						
(10) <i>Wedge</i> de controle	-0.03	0.03	-0.04	-0.08	-0.08	-0.03	-0.02	0.18	-0.18	1.00					
(11) Prop. do conselho	0.04	-0.03	0.03	0.53	0.50	0.02	-0.01	-0.11	0.17	-0.11	1.00				
(12) Tamanho	-0.22	-0.01	-0.36	-0.16	-0.16	0.15	0.19	0.07	-0.07	0.11	-0.20	1.00			
(13) Tamanho ^{net}	-0.33	-0.02	-0.38	-0.15	-0.15	0.15	0.18	0.07	-0.07	0.11	-0.20	0.99	1.00		
(14) ROA	-0.08	-0.33	-0.22	0.01	0.00	0.02	0.06	0.03	0.05	0.04	-0.00	0.24	0.24	1.00	
(15) Cresc. de Vendas	0.02	0.09	0.15	0.00	0.00	-0.04	-0.01	-0.00	-0.02	-0.00	-0.00	-0.04	-0.04	-0.01	1.00
(16) Alavancagem	-0.29	-0.29	-0.13	0.03	0.02	-0.02	0.03	0.02	0.02	0.05	0.03	0.23	0.25	-0.03	-0.04
(17) Alavancagem ^{net}	0.11	-0.27	-0.05	0.04	0.03	-0.04	0.02	0.02	0.03	0.04	0.04	0.15	0.13	-0.04	-0.04
(18) Dívida de Curto Prazo	0.21	-0.42	0.10	0.05	0.06	0.03	-0.05	-0.07	-0.00	-0.07	0.09	-0.31	-0.32	-0.03	-0.04
(19) Fluxos de caixa ^{net}	-0.11	-0.24	-0.21	0.01	0.01	0.03	0.04	0.02	0.05	0.02	0.01	0.20	0.20	0.75	-0.01
(20) σ Fluxos de caixa ^{net}	0.19	0.16	0.32	-0.00	-0.00	-0.11	0.00	-0.03	-0.06	-0.06	0.01	-0.22	-0.23	-0.06	0.10
(21) Capital de Giro ^{net}	-0.08	-0.14	-0.01	0.04	0.05	0.03	0.00	-0.05	0.01	-0.06	0.03	-0.14	-0.12	0.05	-0.02
(22) <i>Market-to-book</i> ^{net}	0.65	0.09	0.22	-0.01	-0.01	-0.09	0.00	0.00	-0.05	-0.02	-0.01	-0.16	-0.22	0.03	0.05

Continua a seguir...

... Tabela B.2 continuação

Variáveis	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)	(22)
(16) Alavancagem	1.00						
(17) Alavancagem ^{net}	0.89	1.00					
(18) Dívida de Curto Prazo	-0.14	-0.07	1.00				
(19) Fluxos de caixa ^{net}	-0.04	-0.06	-0.02	1.00			
(20) σ Fluxos de caixa ^{net}	-0.19	-0.11	0.02	-0.05	1.00		
(21) Capital de Giro ^{net}	-0.39	-0.47	0.02	0.04	-0.03	1.00	
(22) <i>Market-to-book</i> ^{net}	-0.32	-0.07	0.09	-0.12	0.18	-0.01	1.00

Tabela B.3: Estimação da relação entre Liquidez e Entrincheiramento (Robustez)

	+/-	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Propriedade do Gestor & Entrincheiramento</i>							
Prop. Gestor	-	-0.32**	-1.00***				-2.05**
		[-2.81]	[-3.99]				[-3.12]
Prop. Gestor ²	+		1.41***				2.16**
			[3.58]				[2.82]
Ent. 1	+			-0.14***			0.23*
				[-3.40]			[2.23]
Ent. 2	+				0.93*		0.42
					[2.50]		[1.57]
Ent. 3	+					0.11***	0.11***
						[6.98]	[3.96]
<i>Proteção ao Investidor</i>							
Prot. Acionista (Fator 2)	-	-0.40*	-0.36*	-0.38*	-0.46*	-0.48**	-0.15
		[-2.58]	[-2.29]	[-2.40]	[-2.17]	[-2.96]	[-0.77]
Prot. Credor	+	0.04 ⁺	0.04 ⁺	0.04 ⁺	-0.00	0.04 ⁺	0.00
		[1.83]	[1.94]	[1.83]	[-0.07]	[1.82]	[0.05]
<i>Estrutura de Propriedade</i>							
Prop. Institucional	-	0.02	0.02	0.02	-0.01	0.02	-0.02
		[0.49]	[0.54]	[0.56]	[-0.13]	[0.53]	[-0.32]
Dir. de propriedade	-	-0.04	-0.04	-0.04	0.02	-0.05	0.01
		[-1.10]	[-1.20]	[-1.28]	[0.30]	[-1.58]	[0.16]
Wedge de controle	+	0.23**	0.22**	0.22**	0.09	0.23**	0.03
		[3.09]	[2.99]	[2.99]	[0.72]	[2.91]	[0.28]
Prop. do conselho	-	-0.13	-0.12	-0.10	-0.37**	-0.30***	-0.19
		[-1.46]	[-1.32]	[-1.13]	[-3.10]	[-4.23]	[-1.40]
<i>Variáveis de Controle</i>							
Alavancagem ^{net}	+/-	0.16***	0.15***	0.16***	0.18 ⁺	0.16***	0.19**
		[3.41]	[3.37]	[3.47]	[1.72]	[3.52]	[2.92]
Tamanho ^{net}	-	-0.12***	-0.12***	-0.12***	-0.10***	-0.13***	-0.12***
		[-10.35]	[-10.40]	[-10.45]	[-5.17]	[-10.50]	[-7.92]
Fluxos de caixa ^{net}	+	-0.02	-0.02	-0.02	0.20	-0.01	-0.03
		[-0.76]	[-0.77]	[-0.67]	[1.51]	[-0.41]	[-0.56]
σ Flx. de caixa ^{net}	+	0.14	0.18	0.17	1.12*	-0.01	0.58
		[0.46]	[0.63]	[0.59]	[2.07]	[-0.03]	[1.29]
Capital de Giro ^{net}	-	-0.06	-0.07	-0.06	-0.25*	-0.06	-0.15**
		[-1.46]	[-1.52]	[-1.46]	[-2.16]	[-1.47]	[-2.61]
Market-to-book ^{net}	+	0.06***	0.06***	0.06***	0.07***	0.06***	0.06***
		[12.11]	[12.09]	[12.01]	[8.39]	[11.52]	[8.89]
Constante	+/-	1.88***	1.86***	1.88***	-2.58 ⁺	1.97***	0.26

Continua a seguir...

... Tabela B.3 continuação

	+/-	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
		[6.86]	[6.84]	[6.90]	[-1.78]	[7.01]	[0.23]
Observações		20914	20914	20914	10999	20914	10999
AR(1)		-5.52	-5.81	-5.70	-4.22	-5.66	-4.85
AR(1) p-valor		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AR(2)		-1.44	-1.57	-1.52	-1.68	-1.39	-1.62
AR(2)p-valor		0.15	0.12	0.13	0.09	0.16	0.10
Hansen		149.10	151.40	153.99	127.75	141.14	158.45
Hansen: p-valor		0.12	0.12	0.10	0.11	0.22	0.08
Nr. de Instrumentos		208.00	211.00	211.00	182.00	207.00	212.00

Observações: + $p < 0.10$, * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$. Estatísticas t apresentadas dentro dos parênteses. A definição das variáveis é apresentada na Tabela 1. As variáveis de Estrutura de Propriedade são instrumentalizadas pela média setor-país dos seus respectivos valores (desde que haja ao menos 3 observações no setor-país); esses instrumentos são tratados como exógenos e são incluídos no item *ivstyle* do *xtabond2* (Roodman, 2009b). A propriedade acionária do gestor e as medidas de entrincheiramento são tratadas como endógenas e seus instrumentos são as defasagens $t - 3$ a $t - 4$. As variáveis de controle são tratadas como pré-determinadas, seus instrumentos são as defasagens $t - 1$ a $t - 8$. No modelo da Coluna (4), os instrumentos das variáveis de controle foram $t - 2$ a $t - 8$. Os fatores de proteção aos acionistas e aos credores são tratados como exógenos e são seus próprios instrumentos. Resultados foram obtidos utilizando erros robustos.

Tabela B.4: Estimação da relação entre Risk-taking e Entrincamento (Robustez)

	+/-	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Propriedade do Gestor & Entrincamento</i>							
Prop. Gestor	+	0.00	-0.09*				0.06
		[0.02]	[-1.96]				[0.57]
Prop. Gestor ²	-		0.17*				0.02
			[2.18]				[0.12]
Ent. 1	-			-0.01			-0.03 ⁺
				[-1.50]			[-1.71]
Ent. 2	-				-0.22**		
					[-3.24]		
Ent. 3	-					0.01*	0.01*
						[2.56]	[2.38]
<i>Proteção ao Investidor</i>							
Prot. Acionista	+	0.00**	0.00**	0.00**	0.00**	0.00 ⁺	0.00**
		[2.82]	[3.11]	[2.63]	[3.18]	[1.92]	[2.62]
Prot. Credor	-	0.00**	0.00**	0.00***	0.00	0.00***	0.00**
		[3.21]	[3.10]	[3.35]	[0.29]	[3.39]	[3.10]
<i>Estrutura de Propriedade</i>							
Prop. Institucional	+	0.01	0.01	0.01	-0.01	0.01	0.01
		[1.29]	[1.23]	[1.23]	[-0.51]	[1.60]	[1.42]
Dir. de propriedade	+	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
		[0.47]	[0.37]	[0.57]	[0.17]	[0.09]	[0.26]
Wedge de controle	+/-	0.06*	0.06*	0.06**	0.02	0.08**	0.06*
		[2.46]	[2.33]	[2.62]	[0.48]	[2.75]	[2.50]
Prop. do conselho	+	-0.07***	-0.06***	-0.06**	-0.08*	-0.08***	-0.06***
		[-3.58]	[-3.32]	[-3.18]	[-2.52]	[-4.37]	[-3.42]
<i>Variáveis de Controle</i>							
Alavancagem	+/-	-0.00	0.00	0.00	0.00	-0.00	0.00
		[-0.01]	[0.10]	[0.01]	[0.19]	[-0.04]	[0.13]
Tamanho	-	-0.02***	-0.01***	-0.02***	-0.01**	-0.02***	-0.02***
		[-4.94]	[-4.88]	[-5.12]	[-2.97]	[-4.90]	[-4.93]
Cresc. de Vendas	+	0.03***	0.03***	0.03***	0.01 ⁺	0.03***	0.03***
		[5.31]	[5.26]	[5.38]	[1.88]	[5.41]	[5.27]
ROA	-	0.12	0.11	0.12 ⁺	0.05	0.12 ⁺	0.09
		[1.62]	[1.54]	[1.72]	[0.87]	[1.75]	[1.35]
Constante	+/-	0.33***	0.32***	0.34***	1.18***	0.38***	0.34***
		[5.50]	[5.44]	[5.68]	[4.01]	[5.37]	[5.47]
Observações		19982	19982	19982	10359	19982	19982
AR(1)		-4.59	-4.57	-4.62	-2.57	-4.79	-4.71
AR(1) p-valor		0.00	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00

Continua a seguir...

... Tabela B.4 continuação

	+/-	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
AR(2)		-0.70	-0.76	-0.71	-3.95	-0.62	-0.69
AR(2) p-valor		0.49	0.45	0.48	0.00	0.53	0.49
Hansen		48.98	52.35	47.58	73.38	46.17	59.27
Hansen: p-valor		0.11	0.09	0.14	0.10	0.14	0.05
Nr. de Instrumentos		53.00	56.00	53.00	74.00	52.00	61.00

Observações: + $p < 0.10$, * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$. Estatísticas t apresentadas dentro dos parênteses. A definição das variáveis é apresentada na Tabela B.1. As variáveis de Estrutura de Propriedade são instrumentalizadas pela média setor-país dos seus respectivos valores (desde que haja ao menos 3 observações no setor-país); esses instrumentos são tratados como exógenos e são incluídos no item *ivstyle* do *xtabond2* (Roodman, 2009b). A propriedade acionária do gestor, e entrincheiramento são tratadas como endógenas e seus instrumentos são as defasagens $t - 3$ a $t - 4$. As variáveis de controle são tratadas como pré-determinadas, seus instrumentos são as defasagens $t - 3$ a $t - 4$. Os fatores de proteção aos acionistas e aos credores são tratados como exógenos e são seus próprios instrumentos. Resultados foram obtidos utilizando erros robustos.