

Excesso de controle acionário: um estudo do seu reflexo sobre o custo da dívida das empresas brasileiras de capital aberto

Doi: 10.4025/enfoque.v35i2.31371

Jonatan Marlon Konraht

Mestrando em Contabilidade pela Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC) – Bacharel em Ciências Contábeis pela Universidade Estadual do Oeste do Paraná
Programa de Pós-graduação em Contabilidade da Universidade Federal de Santa Catarina
Email: jonatankonraht@gmail.com

Raphael Vinicius Weigert Camargo

Doutorando em Contabilidade pela Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC) – Mestre em Contabilidade pela UFSC
Programa de Pós-graduação em Contabilidade da Universidade Federal de Santa Catarina
Email: rvwcamargo@gmail.com

Ernesto Fernando Rodrigues Vicente

Doutor em Administração pela Universidade de São Paulo
Professor da Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC)
Programa de Pós-graduação em Contabilidade da Universidade Federal de Santa Catarina
Rua Eng. Agron. Andrei Cristian Ferreira, S/N, Trindade, Florianópolis/SC. CEP: 88040-900
Email: ernesto.vicente@ufsc.br

Recebido em: 19.03.2016

Aceito em: 13.07.2016

2ª versão aceita em: 19.07.2016

RESUMO

Este estudo analisa o efeito do excesso de controle acionário (divergência entre direitos de voto e de propriedade) sobre o custo da dívida das companhias brasileiras de capital aberto. Seu objetivo é identificar se um maior desalinhamento entre direitos de voto e de propriedade do acionista controlador provoca um incremento nos custos de agência da dívida. Para a análise do problema de pesquisa, foi utilizada regressão com dados em painel, em que foi comparado o nível de excesso de controle acionário e o custo da dívida das empresas. Os resultados indicam que existe uma associação positiva e estatisticamente significativa entre excesso de controle acionário e o custo da dívida. Isto sugere que os credores interpretam este desalinhamento como um entrincheiramento do controle, o que incrementa o risco da concessão de crédito e, conseqüentemente, aumenta o custo da dívida. Do ponto de vista científico, o estudo contribui com a literatura ao identificar como a estrutura de propriedade impacta na percepção de risco pelos credores e, assim, no custo da dívida. Estes resultados apresentam contribuição prática no sentido de serem úteis para o embasamento de ações que buscam a redução do custo de capital de terceiros, implicando na maximização do desempenho econômico das firmas que possuem capital de terceiros em sua estrutura de capital. Tem como contribuição social a distinção de empresas expostas a um maior nível de custo da dívida, identificação de formas para maximização de recursos, aspecto de destaque, sobretudo em períodos de crises, cujos reflexos podem ser os mais variados, como falências, demissões em massa e inadimplência.

Palavras-chave: Custo da dívida; Estrutura de propriedade; Excesso de controle acionário; Conflitos de interesse; Efeito entrincheiramento.

Excess control rights: a study about its reflex on the cost of debt of publicly traded Brazilian companies

ABSTRACT

This study analyzes the effect of excess control on the cost of debt in publicly traded Brazilian companies. Its objective is to determine whether a higher misalignment between voting rights and cash flow rights held by controlling shareholder causes an increase in agency cost of debt. For the analysis of the research problem, it was used panel data regression with random effects, in which was compared the level of excess control and the firms cost of debt. The results indicate that there is a positive and statistically significant association between excess control and the cost of debt. This

suggests that creditors interpret this misalignment as a control entrenchment, which increases the credit risk, and thereby, increases the cost of debt. From the scientific point of view, the contribution to the literature provided by this study is the finding that ownership structure bears an impact in the creditor perceptions of risk, and thus, the cost of debt. These results can assist in developing actions to reduce the cost of debt, which implies the maximization of the economic performance of firms that have third-party capital in its capital structure. Its social contribution is the distinction of the firms exposed to a higher level of cost of debt, identifying ways to maximize resources, that is a relevant aspect especially in times of crisis whose effects can be very varied, such as bankruptcies, massive layoffs and default.

Keywords: Cost of debt; Ownership structure; Excess control rights; Conflicts of interest; Entrenchment effect.

1 INTRODUÇÃO

Os conflitos de agência surgem dos interesses divergentes na relação entre proprietários e gestores de capital e esses conflitos de interesse estão relacionados a fatores como a estrutura de propriedade da firma e a proteção legal aos acionistas. (JENSEN; MECKLING, 1976; LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999).

Da propriedade pulverizada, caracterizada pela separação entre controle e propriedade, emerge o clássico conflito entre administradores, com pouca participação na propriedade, e proprietários, com pouca influência na gestão (BERLE; MEANS, 1932); enquanto a propriedade concentrada, em conjunto com a baixa proteção aos pequenos acionistas, tende a provocar conflitos entre acionistas majoritários e minoritários (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999).

No tocante à concentração de propriedade e controle, Claessens e Fan (2002), destacam que as consequências organizacionais podem ser positivas e negativas, as quais se denominam, respectivamente, efeitos alinhamento e entrenchment. O primeiro corresponde ao fato de que, quanto maior a propriedade total do controlador, maior o seu comprometimento com a empresa. Isto porque os efeitos de suas decisões sobre os fluxos de caixa da firma refletirão na sua propriedade (CLAESSENS; FAN, 2002).

O segundo se refere ao excesso de controle acionário (divergência entre direitos de voto e de propriedade) pelo acionista controlador, que ocorre quando suas ações com direito a voto são proporcionalmente superiores às suas ações com direito a participação nos

fluxos de caixa. O excesso de controle indica a diferença entre a proporção de ações com direito a voto e a proporção total de ações de posse do acionista majoritário. Esta diferença entre direitos de voto e de propriedade gera maior probabilidade de expropriações de riqueza por parte do controlador em relação aos acionistas minoritários, pois este consegue, de forma independente, influenciar grande parte das decisões empresariais (CLAESSENS; FAN, 2002).

No tocante ao custo da dívida, a literatura apresenta que as empresas com maior concentração de propriedade estão sujeitas a custos mais elevados do que aquelas com concentração dispersa. Isto ocorre, pois a concentração de propriedade potencializa os riscos de expropriação de riqueza dos credores, o que aumenta os custos de agência da dívida e, conseqüentemente, o custo do capital emprestado (MYERS, 1977; MUELLER; INDERST, 1999).

Boubraki e Gohuma (2010), Lin et al. (2011) e Bozec, Laurin e Meier (2014) analisaram empiricamente esta proposição teórica em países asiáticos e europeus, além do Canadá. Os resultados encontrados nestes países corroboram a literatura, isto é, que a concentração desproporcionalmente maior de controle em relação à propriedade do controlador aumenta os custos de agência associados à dívida, o que resulta em custo da dívida mais elevado.

Embora a concentração de propriedade e controle seja comum na maioria dos países (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999), Okimura, Silveira e Rocha (2007) e Byun (2007) afirmam que ela é ainda mais intensa em países de economias emergentes.

Neste sentido, destaca-se o caso da governança corporativa brasileira, que é caracterizada pela forte concentração de controle, ações com e sem direito a votos, participações piramidais e cruzadas (LEAL; CARVALHAL DA SILVA; VALADARES, 2002; CARVALHAL DA SILVA, 2004; OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007). Isto potencializa os conflitos de agência entre acionistas dominantes e demais investidores, pois o primeiro pode exercer o controle mesmo com reduzida participação nos fluxos de caixa da empresa.

Diante destas características, o estudo sobre os efeitos do excesso de controle sobre a captação de empréstimos no contexto brasileiro representa uma oportunidade para o desenvolvimento do conhecimento sobre as consequências do efeito entrenchamento, pois seu sistema acionário possibilita o excesso de controle do acionista dominante, além de preencher uma lacuna na literatura nacional.

O problema que este estudo se propõe a analisar pauta-se no fato de que as empresas, ao desconhecerem que o excesso de controle acionário representa uma medida de risco perante as instituições financeiras, podem deixar de adotar medidas que amenizem a causa destes custos de agência da dívida.

Assim, a adoção de mecanismos de governança pode levar à redução dos riscos de agência, o que pode reduzir o custo da dívida. Isto possibilitaria às empresas elevar o seu desempenho, pois aumentaria o valor presente líquido dos seus empreendimentos. Como consequência, viabiliza maior quantidade de projetos de investimento, bem como torna ainda mais vantajosa a opção pelo financiamento com recursos de terceiros, já que, em condições normais, o capital de terceiros apresenta-se como menos oneroso do que o capital próprio, segundo Modigliani e Miller (1963). Para nortear esta análise, formula-se a seguinte questão-problema de pesquisa: **Qual a relação entre o excesso de controle acionário e o custo da dívida das companhias abertas brasileiras?**

O objetivo desta pesquisa é identificar se as empresas em que o acionista dominante possui direitos de votos em proporção superior aos direitos de fluxos de caixa apresentam custo da dívida maior do que as empresas em que o excesso de controle do acionista

dominante é inferior ou inexistente.

Esta pesquisa se justifica cientificamente pela busca de conhecimentos acerca da relação entre elementos da estrutura de controle e os custos de agência da dívida. A literatura de agência tem se disseminado ao longo do tempo em diferentes países (com diferenças legais, culturais, mercadológicas e regulatórias) e a geração de conhecimento acerca da realidade brasileira pode oferecer compreensão dos temas inerentes, bem como contribuições a esta linha de pesquisa. Justifica-se também, do ponto de vista prático, com a identificação de interações entre estes elementos e o fornecimento de bases para o apoio à tomada de decisão nas empresas, sobretudo pelo apontamento de configurações nocivas à captação de recursos sob o ponto de vista do aumento do risco de concessão de crédito avaliado pelos financiadores de capital.

Para apresentação desta pesquisa, o presente artigo se encontra estruturado, além desta introdução, com o referencial teórico, procedimentos metodológicos, análise e interpretação dos resultados, e, por fim, as considerações finais do estudo.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E CONFLITOS DE AGÊNCIA

A governança corporativa apresenta-se como um mecanismo de minimização dos conflitos de agência entre proprietários e gestores de capital. Uma das dimensões mais importantes da estrutura de governança das organizações é a sua estrutura de propriedade e controle, pois, juntamente com o sistema legal de proteção aos acionistas, são os determinantes de um sistema de governança eficaz (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

A estrutura de propriedade, segundo Jensen e Meckling (1976), corresponde à proporção de propriedade financeira provida por investidores internos (gestores ou controladores) e externos à companhia (acionistas não envolvidos na gestão ou credores). Difere da estrutura de capital, pois não se refere apenas à proporção de dívidas em relação ao capital próprio (JENSEN; MECKLING, 1976).

Sob a ótica da teoria da agência, a

configuração da estrutura de propriedade da firma implica no surgimento de conflitos de interesse, uma vez que proprietários e gestores objetivam maximizar suas riquezas. Como consequência, estes conflitos implicam em custos de agência (JENSEN; MECKLING, 1976).

A primeira abordagem empírica sobre os conflitos de interesse relacionados à estrutura de propriedade das firmas foi realizada por Berle e Means (1932), em que os autores apresentaram as vantagens e desvantagens das firmas de propriedade dispersa, geridas por administradores com reduzida participação na propriedade. Neste modelo, os custos de agência decorrem principalmente da elevada discricionariedade delegada ao gestor, que, aliada à sua baixa proporção de propriedade, o incentiva a agir em seu próprio benefício, em detrimento dos demais proprietários.

Todavia, La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999) constataram que esse modelo de governança, descrito por Berle e Means (1932), é característico de poucos países onde há forte proteção legal aos acionistas. Nos demais países prevalecem as altas concentrações de propriedade e controle, em que geralmente a gestão é realizada pelo acionista dominante. Nesse cenário, o principal conflito de agência decorre do relacionamento entre acionistas majoritários e investidores externos à firma, tais como acionistas minoritários e credores (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999).

Nesse sentido, estudos anteriores indicam que a concentração simultânea de propriedade e controle pode ser benéfica ao desempenho da firma, pois a propriedade dos controladores é afetada pelas suas decisões de controle, o que os leva a tomarem decisões que maximizem o valor da firma, além de reduzir o risco de expropriação de riqueza dos investidores (SHLEIFER; VISHNY, 1997; LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999). Este fenômeno é denominado efeito incentivo (ou alinhamento), uma vez que ocorre um alinhamento entre os objetivos dos majoritários e dos demais investidores da firma (CLAESSENS; FAN, 2002).

Todavia, a concentração desproporcional de controle em relação à propriedade do acionista majoritário pode agravar os problemas de agência entre acionistas dominantes e demais investidores (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Esta

separação entre propriedade (direitos de fluxos de caixa) e controle (direitos de voto) gera o efeito entrincheiramento (CLAESSENS; FAN, 2002), que é decorrente do desejo do acionista majoritário em maximizar seus benefícios particulares, e que, em conjunto com o seu excesso de controle acionário, forma um incentivo à expropriação de riqueza dos demais investidores (GUEDHAMI; MISHRA, 2009; LIN et al., 2011).

Em complemento ao efeito entrincheiramento, o problema da expropriação de riqueza pode se acentuar quando os demais investidores possuem direitos de propriedade diferentes dos do acionista dominante (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Assim, conflitos entre acionistas e credores podem ser potencializados, o que eleva os custos de agência do capital emprestado.

2.2 CUSTOS DE AGÊNCIA DA DÍVIDA

Ao financiar as atividades da empresa com capital de terceiros, surge um potencial conflito de interesses entre acionistas e credores, uma vez que os acionistas sentem-se incentivados a desviar riqueza dos credores por meio de subinvestimentos (JENSEN; MECKLING, 1976; MYERS, 1977).

Os custos de agência das dívidas podem ser classificados em três tipos. O primeiro ocorre, pois, ao compartilhar o risco das suas decisões com terceiros, o acionista controlador sente-se mais predisposto a realizar investimentos de maior risco. Consequentemente, o credor incorre em gastos, pois passa a monitorar as atividades do gestor para identificar como estão aplicados os recursos emprestados. Por fim, o terceiro tipo de custo de agência da dívida é formado pelos prejuízos decorrentes da irrecuperabilidade de todo ou parte do capital fornecido, por conta da incapacidade de pagamento do tomador do empréstimo (custo de falência) (JENSEN; MECKLING, 1976).

Em nível teórico, Inderst e Mueller (1999) apresentam que, mantidas as demais condições constantes, as empresas com propriedade dispersa tendem a ter custos da dívida mais baixos do que aquelas com elevada concentração de propriedade. Isto tende a ocorrer, pois esta estrutura de propriedade concentrada gera incentivos à ação oportunista do controlador, o que potencializa os custos de agência da dívida.

Neste sentido, a literatura apresenta que o excesso de controle acionário da firma facilita a expropriação de riqueza dos credores. Isto porque a separação de propriedade e controle incentiva o controlador a desviar ativos da companhia para si (*tunneling*) e a investir em projetos de alto risco (*risk-shifting problem*) (JENSEN; MECKLING, 1976; SHLEIFER; VISHNY, 1997; STEIJVERS; VOORDECKERS, 2009; LIN et al., 2011).

O *tunneling* consiste na transferência de ativos ou lucros da companhia aos controladores. Essa transferência pode ocorrer por meio de fraude, salários abusivos aos executivos, transações entre outras companhias de propriedade do controlador, *insider trading*, dentre outras formas (JOHNSON et al., 2000). Adicionalmente, os gestores podem aprovar a distribuição de dividendos excessivos como forma de transferir a riqueza dos credores para si (AHMED et al., 2002).

Outro conflito entre controladores e credores potencializado pelo excesso de controle é o *risk-shifting*. Este problema ocorre, pois, ao financiar seus investimentos com o capital de terceiros, o controlador sente-se mais predisposto a investir em projetos de alto risco, uma vez que, em caso de sucesso, a companhia retém a parcela mais significativa dos ganhos, enquanto os possíveis prejuízos serão absorvidos pelos credores (JENSEN; MECKLING, 1976).

Esses potenciais custos de agência aumentam tanto os custos de monitoramento quanto o risco de crédito dos empréstimos concedidos pelos credores, o que tende a elevar o custo do endividamento (ANDERSON; MANSI; REEB, 2003; BOUBAKRI; GHOUMA, 2010; LIN et al., 2011; ASLAN; KUMAR, 2012).

A elevação do custo da dívida pode ocorrer tanto de forma explícita, pela cobrança de juros maiores, quanto de forma implícita, através da exigência de maiores *covenants* e oferecimento de garantias (STEIJVERS; VOORDECKERS, 2009).

Assim, de acordo com a literatura revista, depreende-se que o efeito entrenchamento do controle, provocado pelo excesso de controle acionário do acionista dominante, incrementa os conflitos de agência entre acionistas majoritários e credores. Tal conflito implica em custos de agência, os quais são refletidos no custo da dívida, uma vez que os

credores passam a incorporar um prêmio pelo risco incremental ao qual seu capital está exposto ao financiar projetos destas empresas. Diante disto, formula-se a hipótese de pesquisa que será testada empiricamente neste estudo:

Hipótese: Empresas com maior nível de excesso de controle acionário estão sujeitas a um maior custo da dívida.

2.3 ESTUDOS SIMILARES

Embora a base teórica sobre o relacionamento entre a estrutura de propriedade e os custos de agência da dívida tenha sido construída com os trabalhos de Jensen e Meckling (1976), Myers (1977) e Inderst e Müller (1999), os testes empíricos deste relacionamento são recentes, como é o caso de Boubakri e Ghouma (2010), Lin et al. (2011) e Bozec, Laurin e Meier (2014).

Boubakri e Ghouma (2010) analisaram o efeito da estrutura de propriedade e controle sobre as taxas de juros na emissão de debêntures e sobre os *ratings* de crédito de empresas de 19 países da Europa Ocidental e do Leste Asiático. Os autores concluíram que maiores divergências entre direitos de votos e fluxos de caixa do acionista controlador provocam aumento no custo do financiamento por meio de debêntures, bem como impacta negativamente sobre os *ratings* de crédito.

Lin et al. (2011) investigaram o efeito do excesso de controle acionário sobre o custo da dívida das empresas de 22 países da Europa Ocidental e Leste Asiático. Os autores constataram que o excesso de controle está associado a dívidas de custo mais elevado.

Bozec, Laurin e Meier (2014) também analisaram a relação entre o excesso de controle e o custo da dívida, porém utilizaram dados das companhias canadenses. Os autores concluíram que há uma relação positiva entre estas variáveis, isto é, empresas com maior excesso de controle acionário apresentaram custo da dívida mais elevado.

No Brasil, não foram encontrados estudos que analisaram diretamente a relação entre a estrutura de propriedade da firma e o custo da dívida. No entanto, constata-se que o impacto dos problemas de agência sobre o custo da dívida já foi objeto de análise no contexto

brasileiro, tal como nas pesquisas desenvolvidas por Lima (2009) e Nardi e Nakao (2009). Estas pesquisas analisaram o efeito da assimetria informacional sobre o custo da dívida e constataram que práticas contábeis que minimizem a assimetria tendem a reduzir o custo da dívida.

Lima (2009) analisou a relação entre o nível de *disclosure* voluntário e o custo da dívida de uma amostra de empresas brasileiras. Os resultados do estudo indicam que o aumento do nível de evidenciação tende a reduzir a assimetria informacional entre a empresa e os credores, o que resulta em um menor custo da dívida devido à redução do risco do capital fornecido pelo credor.

Nardi e Nakao (2009) analisaram a relação entre o gerenciamento de resultados e o custo da dívida. Os resultados obtidos pelos pesquisadores indicam que os credores interpretam o gerenciamento de resultados como um fator de risco na concessão de crédito e, diante disto, tendem a cobrar um prêmio pelo aumento da incerteza gerada pela assimetria informacional, o que eleva o custo da dívida.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS

Tabela 1 – Taxas médias de juros do mercado.

Descrição	2011	2012	2013	2014
Média anual da taxa de recursos livres	26,58%	21,56%	20,64%	23,90%
Desvio padrão da taxa de recursos livres	0,99%	1,66%	1,03%	0,27%
Média anual da taxa de recursos direcionados	10,09%	9,16%	7,26%	7,75%
Desvio padrão da taxa de recursos direcionados	0,38%	1,17%	0,17%	0,23%
Limite inferior estabelecido	9,335%	6,822%	6,917%	7,278%
Limite superior estabelecido	28,569%	24,872%	22,701%	24,443%

Fonte: Banco Central do Brasil (2015).

Assim, a exclusão das observações fora deste intervalo justifica-se por conta de as variações das estimativas do custo da dívida possivelmente terem sido provocadas por variações sazonais na magnitude do nível de endividamento das empresas, o que não representa a variação provocada pelo fenômeno de interesse da presente pesquisa. Ademais, a permanência destas observações na análise poderia gerar observações influentes no modelo estatístico, o que

3.1.1 Variável dependente

O custo da dívida foi estimado por meio da divisão das despesas financeiras pela média aritmética do passivo oneroso no início e final do ano, conforme destacado no Quadro 1. Após o cálculo do custo da dívida, foi observado que em alguns casos os valores apresentavam amplitude que não correspondia à realidade de mercado, uma vez que os valores variavam de 0% a acima de 100%.

Diante disto, optou-se pela fixação de limites superiores e inferiores para o custo da dívida, em que foram desconsideradas as observações fora desta faixa de abrangência. O intervalo foi estimado com base nas taxas médias de juros praticados pelo mercado para a concessão de crédito às pessoas jurídicas, divulgadas pelo Banco Central do Brasil (2015). A estimação levou em consideração os desvios-padrão das taxas de recursos livres e direcionados, em que foi fixado como limite inferior a média anual das taxas de juros de recursos direcionados deduzida de dois desvios-padrão desta taxa, e, como limite superior, o valor da média anual dos recursos livres, acrescida de dois desvios-padrão da respectiva taxa. Os valores estimados estão apresentados na Tabela 1.

distorceria os coeficientes estimados nas regressões.

3.1.2 Variável de Interesse

Diante do objetivo deste estudo, a variável de interesse do modelo estatístico é o excesso de controle acionário. Embora a análise da estrutura de propriedade e controle seja mais

adequada quando se utiliza as estruturas de propriedades diretas e indiretas (OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007), neste estudo foram analisados somente a propriedade e o controle diretos do maior acionista votante, como realizado em Silveira, Lanzana, Barros e Famá (2004) e Caixe e Krauter (2013). A explicação para isto é a baixa disponibilidade de dados das empresas detentoras das participações indiretas, as quais podem não estar obrigadas a divulgar publicamente suas informações contábeis, financeiras e de estrutura de propriedade.

O excesso de controle acionário foi mensurado por meio da diferença (subtração) entre o percentual de ações ordinárias (ON) detidas pelo acionista com maior quantidade de votos, e o total de propriedade (ações ordinárias e preferenciais) que ele possui da empresa, tal como utilizado nos estudos de Silveira et al. (2004), Lin et al. (2011) e Bozec, Laurin e Meier (2014).

Esta medida representa o desalinhamento entre os direitos de voto e de propriedade do acionista com maior quantidade de votos. Quanto maior o valor desta métrica, maior a divergência de direitos de controle e de fluxos de caixa (excesso de controle acionário). Caso a empresa só emita ações ordinárias, seu valor será zero. Caso a proporção de direitos de controle seja menor que a dos direitos de propriedade, será atribuído valor zero para esta métrica, pois não há excesso de controle.

Foi considerado como controlador o acionista que possuía, em 31 de dezembro de cada período, o maior percentual de ações ordinárias. Destaca-se, no entanto, que esta *proxy* possui a limitação de não considerar possíveis acordos entre acionistas que garantam o controle a uma pessoa distinta daquela que possui as ações ON.

Após a identificação da identidade e percentual de ações ON de posse do controlador, foi identificado o percentual total de ações (ordinárias e preferenciais) de posse deste acionista. Por fim, foram realizados os cálculos para identificar a divergência entre os direitos de votos e fluxos de caixa do controlador.

3.1.3 Variáveis de Controle

A análise estatística do custo da dívida das

empresas estudadas compreendeu a variável de interesse, excesso de controle acionário, bem como outras variáveis que a literatura apresenta como relacionadas ao custo da dívida. Estas variáveis de controle foram incluídas nos modelos com a finalidade de capturar as características específicas das empresas e que podem influenciar tanto a percepção de risco pelos credores, como também o conflito de agência entre acionistas e credores.

Tamanho: Empresas maiores tendem a ser mais diversificadas (TITMAN; WESSELS, 1988; RAJAN; ZINGALES, 1995; BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2007), bem como têm menor propensão à falência (TITMAN; WESSELS, 1988; RAJAN; ZINGALES, 1995; JIRAPORN et al., 2013). Smith e Warner (1979) defendem ainda que elas têm menor custo de agência, o que refletiria em menor custo de agência da dívida.

Além disso, empresas maiores tendem a manter maior quantidade de registros contábeis, bem como serem seguidas por uma quantidade maior de analistas financeiros. Isto faz com que a haja redução na assimetria informacional no mercado de crédito, o que resulta em menor custo da dívida (LIN et al., 2011).

Por fim, Brito et al. (2007) destacam que, no mercado brasileiro, empresas maiores têm mais facilidade de acesso a crédito de longo prazo, especialmente por meio da atuação dos bancos de desenvolvimento.

Diante disso, espera-se que empresas maiores estejam sujeitas a um menor custo da dívida.

Tangibilidade: Empréstimos realizados com ativos dados em garantia restringem a aplicação dos recursos pelos tomadores de capital, o que reduz o *risk-shifting problem* (TITMAN; WESSELS, 1988; RAJAN; ZINGALES, 1995).

Assim, maior volume de ativos tangíveis indica mais bens que podem ser dados em garantia (RAJAN; ZINGALES, 1995; PEROBELLI; FAMÁ, 2002) ou vendidos em caso de insolvência (BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2007). Isto implica na redução do custo de agência da dívida, e, conseqüentemente, os credores sentem-se mais predispostos a fornecer capital a estas empresas (RAJAN;

ZINGALES, 1995; BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2007), e a um menor custo (PEROBELLI; FAMÁ, 2002).

Assim, espera-se que empresas com um grau de tangibilidade mais elevado estejam propensas a um menor custo da dívida.

Endividamento: Maiores níveis de endividamento podem ser percebidos como um maior risco de crédito pelo mercado (NARDI; NAKAO, 2009; EBIHARA et al., 2014). Adicionalmente, empresas menos endividadas têm menor probabilidade de falência, o que reduz os custos de agência da dívida (ELYASIANI; JIA; MAO, 2010; LIN et al., 2011; JIRAPORN et al., 2013; BOZEC; LAURIN; MEIER, 2014). Assim, espera-se que as empresas com níveis mais elevados de endividamento estejam sujeitas a maiores custos da dívida.

Todavia, embora teoricamente o custo da dívida se eleve para uma estrutura de capital mais endividada, resultados empíricos sugerem um possível relacionamento inverso na realidade brasileira. Dentre estes estudos, Nardi e Nakao (2009) constataram que maiores proporções de endividamento estão associadas a custos mais baixos da dívida. Albanez (2015) complementa que a decisão de endividamento das companhias brasileiras é influenciada pelo custo de capital (próprio e de terceiros), em que as organizações tomam proveito dos menores custos para a escolha da fonte de financiamento de seus investimentos.

Assim, pode ocorrer de o nível de endividamento ser incrementado quando a empresa possuir alternativa de acesso a recursos externos de baixo custo, uma vez que este se apresente como vantagem para a organização.

Rentabilidade: Empresas mais rentáveis são menos propensas à falência, o que faz com que o custo de agência da dívida seja reduzido (LIN et al., 2011; JIRAPORN et al., 2013). Ademais, empresas com maior rentabilidade são vistas com menor probabilidade de dificuldades financeiras, o que levaria os credores a preferirem conceder capital a estas empresas (VALLE, 2008). Assim, espera-se que empresas mais rentáveis tendam a ter um menor custo da

dívida.

Variabilidade dos fluxos de caixa ou resultados: Empresas com maior variação dos resultados possuem maior custo de agência da dívida, devido ao maior risco de falência (TOY et al., 1974; BRADLEY; JARRELL; KIM, 1984). Assim, empresas com fluxos de caixa mais estáveis são vistas como menos propensas ao risco de falência, o que pode reduzir o custo da dívida (LIN et al., 2011). Dessa forma, espera-se que empresas com maior variabilidade dos resultados tendam a ter maior custo da dívida.

Oportunidade de crescimento: Firms em elevadas taxas de crescimento possuem maior flexibilidade na escolha de investimentos, o que eleva as chances de *risk-shifting problem*. Ademais, parcela significativa do seu valor é devida a expectativa de resultados futuros e não ao valor com que seus ativos poderiam ser vendidos em caso de necessidades financeiras, o que eleva os custos de agência da dívida relacionados à falência da empresa (BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2007). Assim, espera-se que a oportunidade de crescimento da empresa tenha relação negativa com o custo da dívida.

3.1.4 Operacionalização das Variáveis

O Quadro 1 apresenta como foram calculadas as variáveis que compõem os modelos estatísticos testados, a relação teórica que é esperada entre estas variáveis e o custo da dívida, bem como o tipo da variável em relação à análise do problema de pesquisa: se de interesse central do problema em estudo ou se incluída no modelo apenas para controlar os efeitos das características específicas das empresas.

Além das variáveis apresentadas pela literatura como relacionadas com o custo da dívida, foram incluídas variáveis *dummies* representativas dos setores em que as empresas atuam. Estas variáveis têm o objetivo de controlar possíveis efeitos sazonais dos setores e que podem influenciar o risco de crédito. O uso destas variáveis está de acordo com os estudos de Boubakri e Ghouma (2010), Lin et al. (2011) e Bozec, Laurin e Meier. (2014).

Variável	Tipo da variável	Relação esperada	Método de mensuração
Custo da dívida (lnKD)	Dependente		$KD_{it} = DF_{it} / ((PO_{it-1} + PO_{it})/2)$
Nível de excesso de controle acionário (EXCESSO)	Interesse	+	$EXCESSO_{it} = (\%ON_{it} - \%TOTAL_{it})$
Tamanho (lnSIZE)	Controle	-	$lnSIZE_{it} = LnAT_{it}$
Tangibilidade (TANG)	Controle	-	$TANG_{it} = (imobilizado_{it} + estoques_{it}) / AT_{it}$
Endividamento (END)	Controle	+	$END_{it} = PO_{it} / AT_{it}$
Rentabilidade (ROA)	Controle	-	$ROA_{it} = LL_{it} / ((AT_{it-1} + AT_{it}) / 2)$
Variabilidade dos resultados (lnVOLAT)	Controle	+	Logaritmo natural do desvio padrão do EBITDA (escalonado pelo AT) dos cinco anos anteriores à data do custo da dívida.
Oportunidade de crescimento (CRESC)	Controle	+	$CRESC_{it} = (Receita\ líquida_{it} / Receita\ líquida_{it-1})$
Dummies setoriais	Controle		Setor de atuação da firma segundo classificação da Economatica®, a qual abrangeu 19 setores.

Legenda: lnKD: logaritmo natural do custo da dívida; DF: despesas financeiras; PO: passivo oneroso, representado pelos empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo, incluindo as debêntures emitidas; EXCESSO: diferença entre o percentual de ações ON em relação ao total de ações do acionista com maior proporção de ações com direito a votos; %ON: percentual de ações ordinárias do maior acionista com direito a votos; %TOTAL: percentual total de ações (ordinárias e preferenciais) detidas pelo acionista de maior percentual ações ordinárias; lnSIZE e lnAT: logaritmo natural do Ativo Total; TANG: grau de tangibilidade dos investimentos; END: grau de endividamento; ROA: Retorno sobre o Ativo; LL: Lucro líquido do exercício; EBITDA: Lucro antes dos juros, tributos, depreciação e amortização (*Earnings before interests, taxes, depreciation and amortization*); lnVOLAT: logaritmo natural da variabilidade dos resultados; CRESC: oportunidade de crescimento.

Quadro 1 - Variáveis que compõem o modelo econométrico.

Fonte: Elaborado pelos autores.

3.2 POPULAÇÃO, AMOSTRA E PERÍODO DA ANÁLISE

A população analisada foi composta pelas companhias de capital aberto, não financeiras, listadas na BM&FBOVESPA. Foram excluídas as companhias financeiras que, por conta de sua função de intermediação financeira, têm sua captação de recursos distinta das demais. Especificamente, elas captam recursos dos agentes superavitários e transferem aos deficitários (ASSAF NETO, 2011), o que as propicia captar recursos com custo inferior às captações realizadas pelas demais empresas. Assim, a inclusão deste setor econômico poderia causar viés nos resultados da pesquisa.

Destas empresas, foram selecionadas aquelas que atenderam aos seguintes critérios: a) não apresentar Patrimônio Líquido negativo ao longo do período analisado; b) apresentar todas as informações necessárias para o cálculo das variáveis que compõem o modelo estatístico, descritas no Quadro 1; e, c) ter o custo da dívida dentro dos limites estabelecidos na Tabela 1.

O período de análise compreendeu os anos de 2011 a 2014, pois se buscou evitar o viés de pesquisa proporcionado pela alteração do padrão contábil provocado pela adoção das normas internacionais de contabilidade no Brasil, refletidos nas demonstrações financeiras dos anos de 2008 e 2009, bem como, a partir de 2011, o Banco Central do Brasil passou a divulgar as taxas médias de juros praticadas no mercado, e que foram utilizadas como parâmetros para a validação da *proxy* custo da dívida.

A coleta de dados, tanto sobre a composição acionária quanto dos números contábeis, foi realizada por meio do *software* Economatica®, no mês de abril de 2015. Inicialmente, encontraram-se 396 empresas com dados disponíveis no sistema, porém 126 eram financeiras ou com Patrimônio Líquido negativo. Eliminadas estas empresas, restaram 270, obtendo-se 1080 observações ao longo dos quatro anos. Destas, 378 observações foram descartadas por não apresentarem os dados necessários para se calcular as métricas descritas no Quadro 1, e

241 observações por terem o custo da dívida fora da média praticada pelo mercado. Por fim, foram analisadas 461 observações (66% dos

casos com dados disponíveis), provenientes de 153 empresas, o que corresponde a um painel de dados desbalanceado.

Tabela 2 – Composição da amostra.

Descrição	Quantidade
Total de companhias abertas com dados disponíveis na Economatica®	396
(-) Empresas do setor financeiro, ou com Patrimônio Líquido negativo em ao menos um dos anos analisados	(126)
(=) Empresas analisadas	270
Total de observações ao longo dos quatro anos (empresas x anos)	1080
(-) Observações com dados insuficientes para o cálculo de ao menos uma variável do modelo	(378)
(-) Observações em que o custo da dívida calculado situou-se fora da taxa média de mercado	(241)
(=) Total de observações analisadas	461
Total de empresas analisadas	153

Fonte: Dados da pesquisa.

3.3 MODELO ESTATÍSTICO

A análise de dados foi realizada por meio de regressões com dados em painel, processadas no *software* Stata® versão 12. Foi utilizado este método por conta de os dados compreenderem tanto informações observadas ao longo do tempo (séries temporais) quanto de diferentes indivíduos (*cross-section*). Nestas características, o modelo de dados em painel apresenta-se como um estimador mais consistente do que os demais tipos de regressão (FÁVERO, 2013).

A Equação 1 apresenta o modelo teórico testado a partir das variáveis encontradas na literatura. Destaca-se que os resultados desta equação servirão de base para a rejeição ou não da hipótese de pesquisa (declarada no referencial teórico), e para o alcance do objetivo deste estudo. Valores positivos (negativos) do coeficiente *beta* 1 indicam que, em média, o custo da dívida se apresentou maior (menor) à medida que o nível de excesso de controle se apresentou mais (menos) elevado.

Equação 1:

$$\bullet \quad \ln KD_{it} = \alpha_i + \beta_1 EXCESSO_{it-1} + \beta_2 \ln SIZE_{it-1} + \beta_3 TANG_{it-1} + \beta_4 END_{it-1} + \beta_5 ROA_{it-1} + \beta_6 \ln VOLAT_{it-1} + \beta_7 CRESC_{it-1} + \sum Dummies_{setores_{it}} + w_{it}$$

Onde:

- *lnKD*: custo da dívida da empresa *i* no período *t*.

- *EXCESSO*: nível de excesso de controle acionário.
- *lnSIZE*: tamanho da empresa *i* no período *t*.
- *TANG*: grau de tangibilidade da empresa *i* no período *t*.
- *END*: grau de endividamento da empresa *i* no período *t*.
- *ROA*: retorno sobre o ativo da empresa *i* no período *t*.
- *lnVOLAT*: variabilidade do retorno da empresa *i* no período *t*.
- *CRESC*: oportunidade de crescimento da empresa *i* no período *t*.

Posteriormente, foram realizados, sequencialmente, os testes de Breusch-Pagan, F de Chow, e de Hausman para a identificação do tratamento em painel que oferece o estimador mais consistente para o modelo desenhado. A interpretação dos testes foi realizada ao nível de significância de $p < 0,05$. A Tabela 3 apresenta os resultados destes testes, que confirmam a adequação do método estatístico utilizado.

Tabela 3 – Resultados dos testes estatísticos para identificação do estimador mais consistente.

Teste	Significância
Breusch-Pagan	0,00
F de Chow	0,00
de Hausman	0,58
Modelo indicado	Efeitos aleatórios

Fonte: Elaborado pelos autores.

Com base nos resultados do teste de Breusch-Pagan, pode-se considerar que não há adequação do modelo POLS, relativamente ao modelo de efeitos aleatórios. Já o teste F de Chow indica que os parâmetros do modelo POLS diferem em relação àqueles encontrados no modelo de efeitos fixos, uma vez que a estatística F sugere a rejeição da hipótese de igualdade de interceptos e inclinações para todas as empresas (POLS), o que demonstra que o modelo de efeitos fixos é mais adequado do que o modelo POLS.

Por fim, foi realizado o teste de Hausman para medir se o estimador mais consistente é o de efeitos aleatórios ou o de efeitos fixos. De

acordo com os resultados obtidos, constatou-se que o modelo de efeitos aleatórios fornece estimativas de parâmetros mais consistentes em relação ao modelo de efeitos fixos.

Destaca-se que as regressões foram processadas com estimativa de erros-padrão simples e robustos. Esta última modalidade tem por objetivo gerar estimativas mais eficientes dos erros para quando os dados apresentam possíveis perturbações de erros heterocedásticos ou correlação *within*.

4 ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS RESULTADOS

Na Tabela 4 são apresentadas as estatísticas descritivas do custo da dívida ao longo dos períodos analisados. Pode-se observar que o custo médio da dívida das empresas reduziu-se ao longo do período analisado, exceto para o ano de 2014. Este comportamento evidencia o acompanhamento do custo médio da dívida das empresas às taxas médias de mercado, inclusive para a oscilação ocorrida no ano de 2014.

Tabela 4 – Estatísticas descritivas do custo da dívida.

Ano	N	Média	Desvio padrão	Mínimo	1º quartil	Mediana	3º quartil	Máximo
2011	109	16,6%	4,8%	9,7%	12,7%	16,0%	19,5%	28,2%
2012	119	14,3%	4,6%	7,0%	10,5%	14,1%	17,1%	24,3%
2013	116	13,9%	4,1%	6,9%	10,2%	13,9%	16,9%	21,7%
2014	117	14,8%	4,4%	7,3%	11,1%	13,9%	18,3%	24,0%

Fonte: Dados da pesquisa.

Na Tabela 5 são apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis analisadas, por meio da segregação das observações em dois grupos: com e sem excesso de controle acionário. Dos 461 casos observados, 197 apresentaram excesso de controle acionário,

os quais distribuem-se entre 71 empresas. Ou seja, em aproximadamente 46% das empresas analisadas o maior acionista votante possui direitos de controle em proporção superior à sua participação percentual no capital da firma.

Tabela 5 – Estatísticas descritivas consolidadas.

PAINEL A: estatísticas descritivas dos dados em conjunto								
Variáveis	N	Média	DP	Mín	1Q	MD	3Q	Máx
Custo da dívida (%)	461	14,9	4,6	6,9	11,0	14,3	17,9	28,2
Tangibilidade (%)	461	35,1	24,3	0,0	14,3	35,2	53,3	91,1
Endividamento (%)	461	33,3	13,1	3,0	24,0	32,7	42,4	64,7
ROA (%)	461	2,6	3,5	-21,2	0,8	2,6	4,3	20,4

Oportunidade de crescimento (%)	461	15,4	35,2	-96,7	3,9	12,1	21,8	437,6
Volatilidade	461	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3
Tamanho (R\$ Bilhões)	461	10,9	23,3	0,03	1,6	3,9	10,7	241,8
Ações ON do maior acionista (%)	461	48,9	25,5	5,1	28,1	50,2	63,9	100,0
Total de ações maior acionista (%)	461	40,4	23,7	5,1	22,1	33,9	54,7	99,7
Excesso de controle acionário	461	8,7	14,4	0,0	0,0	0,0	12,7	63,2

PAINEL B: observações segregadas pela presença ou ausência de excesso de controle acionário

Variáveis	Sem excesso de controle						Com excesso de controle					
	N	Média	DP	1Q	MD	3Q	N	Média	DP	1Q	MD	3Q
Custo da dívida (%)	264	14,6	4,5	10,8	14,2	17,7	197	15,2	4,6	11,8	14,6	18,1
Tangibilidade (%)	264	32,6	23,8	13,4	30,9	49,1	197	38,6	24,7	21,2	39,7	56,2
Endividamento (%)	264	33,9	13,5	25,6	33,2	42,5	197	32,5	12,6	22,8	32,6	42,2
ROA (%)	264	2,3	3,8	0,6	2,3	4,1	197	3,0	2,9	1,2	2,8	4,5
Oportunidade crescimento (%)	264	17,8	40,3	4,9	13,1	25,1	197	12,2	26,5	2,6	11,4	20,2
Volatilidade	264	0,04	0,03	0,02	0,03	0,06	197	0,04	0,03	0,02	0,03	0,05
Tamanho (R\$ Bilhões)	264	8,0	10,0	1,8	3,8	10,0	197	14,8	33,3	1,2	4,0	11,2
Ações ON maior acionista (%)	264	37,7	21,9	18,6	33,8	52,9	197	64,0	22,0	50,3	60,0	82,7
Total ações maior acionista (%)	264	38,0	21,8	19,6	33,8	52,9	197	43,6	25,7	23,1	33,9	58,5
Excesso de controle acionário	264	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	197	20,4	15,7	5,1	19,4	33,3

Legenda: N: quantidade de observações; DP: desvio padrão; 1Q: primeiro quartil; MD: mediana; 2Q: segundo quartil; Mín: menor valor; Máx: maior valor.

Fonte: Dados da pesquisa.

Verifica-se, a partir da Tabela 5, que o grupo de empresas sem excesso de controle apresentou, em média, custo da dívida inferior ao grupo com divergência entre votos e propriedade (excesso de controle). Este comportamento do custo da dívida permanece ao longo das demais medidas de posição (quartis), o que indica consistência no sentido desta diferença de valores.

No entanto, estes resultados descritivos não permitem concluir que o excesso de controle está associado a um aumento no custo da dívida. Para esta inferência, é necessária a realização de testes formais para identificar se, em média, esta diferença é, de fato, estatisticamente significativa. Diante disto, as informações coletadas foram analisadas por meio de regressão com dados em painel.

Na Tabela 6 são apresentados os resultados dos testes estatísticos realizados por meio da regressão com dados em painel com efeitos aleatórios. Estes resultados servem de base para a verificação de relação entre as variáveis estudadas e, desta forma, verificação da hipótese teórica levanta neste estudo, de que o excesso de controle é visto como uma medida de risco e tende a elevar o custo da dívida.

Constata-se que o modelo explica aproximadamente 24% da variância do custo da dívida. Este poder explicativo se apresenta alinhado com as demais pesquisas nacionais sobre o tema custo da dívida, e que empregaram instrumentos de análise semelhante a esta, tais como em Lima (2009) e Nardi e Nakao (2009), bem como à pesquisa

de Lin et al. (2011), desenvolvida em países da Europa Ocidental e do Leste Asiático.

No entanto, destaca-se que ainda há outros fatores que influenciam as taxas de juros estipuladas nos contratos de empréstimos, mas que por questões de ordem operacional e metodológica não são contempladas no modelo, conforme justificado no tópico de

procedimentos metodológicos. Entretanto, por se tratar de um modelo de regressão em painel com efeitos aleatórios, pode-se entender que haja a mitigação do viés de omissão destes fatores. Tais fatores podem compreender aspectos extraordinários às informações contábeis, tais como o relacionamento histórico da firma com o financiador, dentre outros aspectos.

Tabela 6 – Resultados das regressões com dados em painel.

Variáveis	Efeitos aleatórios			Efeitos aleatórios robustos		
	Coefficientes padronizados	Erro padrão	<i>p-value</i>	Coefficientes padronizados	Erro padrão robusto	<i>p-value</i>
Nível de excesso de controle	0,29	0,13	0,030	0,29	0,15	0,053
Tangibilidade	-0,12	0,09	0,179	-0,12	0,09	0,161
ROA	-0,48	0,44	0,273	-0,48	0,61	0,430
Oportunidade de crescimento	0,02	0,03	0,437	0,02	0,03	0,422
Tamanho	-0,05	0,02	0,001	-0,05	0,02	0,003
Endividamento	-0,40	0,14	0,004	-0,40	0,16	0,013
Variação dos resultados	0,02	0,02	0,438	0,02	0,02	0,477
Constante	-0,99	0,24	0,000	-0,99	0,25	0,000
<i>Dummies</i> setores		Incluídas			Incluídas	
R ²		0,24			0,24	
Wald chi2(8)		77,6***			286,7***	
<i>p-value</i> Jarque-Bera		0,29			0,29	
Observações (N)		461			461	
Empresas (n)		153			153	

Legenda: ***, **, *; Significante a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Nota: A partir dos resultados dos testes de Wald e Jarque-Bera, constata-se, respectivamente, que o modelo estimado é válido para explicar a variância do custo da dívida, bem como os resíduos da regressão seguem uma distribuição aproximadamente normal (adotando-se *p-valor* < 0,01). Tais resultados indicam a adequação do modelo para a representação do fenômeno estudado.

Fonte: Dados da pesquisa.

Os resultados da regressão com dados em painel confirmam as constatações apresentadas na Tabela 5 de que o excesso de controle está associado a um maior custo da dívida. Especificamente, os resultados da regressão indicam que, *ceteris paribus*, quanto maior o nível de excesso de controle acionário, maior também, em média, o custo médio da dívida da empresa.

Estes resultados são estatisticamente significantes a um nível de $p < 0,05$ para a estimação de parâmetros com erros-padrão normais, e, significantes a um nível de $p < 0,10$ para o estimador de erros-padrão robustos. Este último estimador torna-se mais eficiente quando os dados apresentam correlação

within ou erros heterocedásticos (FÁVERO, 2013).

Tais resultados sugerem que a separação entre controle e propriedade, em especial a situação de entrincheiramento do controle, é vista como uma medida de risco pelas instituições financeiras nas suas decisões de concessão de crédito.

Estes resultados apresentam indícios insuficientes para a rejeição da hipótese de pesquisa (declarada no referencial teórico), e corroboram os resultados encontrados em países asiáticos, europeus e em empresas canadenses, tais como Boubakri e Ghouma (2010), Lin et al. (2011) e Bozec, Laurin e

Meier. (2014). Isto indica que mesmo que o excesso de controle seja uma característica comum do mercado acionário brasileiro, os credores avaliam esta configuração como um agravante de risco no fornecimento de capital.

Assim, pode-se interpretar estes resultados, de acordo com a teoria da agência e o efeito entrenchamento, que o desalinhamento entre direitos de controle e de propriedade nas companhias analisadas gera um campo propício ao efeito entrenchamento, o qual facilita a expropriação de riqueza dos credores, e, conseqüentemente, gera custos de agência da dívida, uma vez que o credor busca se proteger desta situação. Uma das formas em que esta proteção é materializada é por meio da cobrança de um prêmio como forma de compensar a exposição ao risco incremental.

Além do excesso de controle, as variáveis tamanho (lnAT) e nível de endividamento (END) também se mostraram significantes em ambos os modelos. De acordo com os resultados, há uma relação negativa entre o tamanho da empresa e o custo da dívida, o que denota a exposição a menores taxas de juros (menor custo de agência da dívida). Este achado sugere que os credores tendem a minimizar suas estimativas de risco de perdas no caso de empresas que possam oferecer maiores garantias. Tal resultado é consistente com a literatura, a qual indica que empresas maiores possuem maior solidez em seus negócios, além de terem maior quantidade de ativos para darem em garantia, o que facilita a obtenção de crédito a custo reduzido.

O nível de endividamento, no entanto, apresentou-se negativamente associado ao custo da dívida, o que contraria a literatura. Todavia, estes resultados estão alinhados aos de Nardi e Nakao (2009) e Bozec, Laurin e Meier (2014), em que também foi constatada uma associação negativa entre estas variáveis. Uma possível explicação para este fenômeno é dada por Albanez (2015), que constatou que o custo de capital, próprio e de terceiros, influencia a quantidade de endividamento. Assim, as empresas, ao se depararem com elevados custos da dívida, reduzem a quantidade de endividamento e optam por financiar suas operações com capital próprio (ALBANEZ, 2015). Desta forma, é possível que o nível de endividamento continue como um fator de risco observado pelos credores, porém o fato de a empresa ter recursos de baixo custo à sua disposição pode

leva-la a aumentar seu nível de endividamento.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve como objetivo identificar a relação entre o excesso de controle acionário e o custo da dívida das companhias abertas brasileiras. Os resultados obtidos sugerem que, controlados os demais fatores, empresas que possuem maior nível de separação entre propriedade e controle (excesso de controle) estão expostas a um custo da dívida mais elevado. Tais resultados confirmam a hipótese do efeito entrenchamento do controle, tal como em Boubakri e Ghouma (2010), Lin et al. (2011) e Bozec, Laurin e Meier (2014). Em outras palavras, maiores níveis de conflito entre principal e agente são refletidos como efeitos nocivos à firma na forma de maximização dos custos de agência da dívida.

Diante da constatação de que os credores valoram negativamente o fato de o controlador da empresa ter seu controle entrenchado, apresenta-se como uma possível solução para as empresas contornarem este problema a realização de um processo de alinhamento entre direitos de votos e fluxos de caixa do seu acionista controlador. No entanto, isto implicaria na redução da concentração de poder do controlador ou no aumento do seu investimento em ações preferenciais, o que pode divergir dos objetivos específicos do controlador, pois ele perderia o poder discricionário que lhe garante agir no sentido de obter benefícios particulares de gestão, ou teria a vantagem destes benefícios reduzida por conta de seu aumento proporcional de propriedade.

Além disto, podem ser empregados mecanismos contábeis que contribuam para a redução do custo da dívida sem a necessidade de se alterar a estrutura de propriedade e controle da firma, tais como o aumento no nível de evidenciação contábil (LIMA, 2009). O fornecimento de informações adicionais, sobretudo as voluntárias, são instrumentos com potencial de redução da assimetria informacional que agrava os conflitos resultantes da separação entre propriedade e controle.

Em linhas gerais, este estudo apresenta sólidas contribuições científicas e práticas, pois:

- I. Busca avançar cientificamente na discussão dos reflexos resultantes da relação entre principal e agente. Além de auxiliar na compreensão acerca dos elementos que envolvem a relação de agência, fornece sustentação empírica a este corpo de literatura.
- II. Sob o ponto de vista prático, busca avaliar os efeitos da separação entre propriedade e controle sobre o custo da dívida, tendo em vista que este elemento possui íntima ligação com o desempenho econômico-financeiro da firma. Assim, apresenta evidências que sustentam ações para a otimização deste desempenho por meio da redução do custo da dívida.
- III. Tem como contribuição social a distinção de empresas expostas a um maior nível de custo da dívida (útil para investidores), identificação de formas para maximização de recursos, aspecto de destaque, sobretudo em períodos de crises, cujos reflexos podem ser os mais variados, como falências, demissões em massa, inadimplência, entre outros.

Os resultados desta pesquisa são de interesse dos órgãos reguladores, no sentido de incentivarem a mitigação da emissão de ações que não proporcionem direitos de votos, pois, desconsiderada a possibilidade de acordo entre acionistas, isto reduziria a possibilidade de excesso de controle acionário. Como consequência, ter-se-ia a redução do custo de capital destas companhias, que é, inclusive, um dos objetivos do desenvolvimento dos níveis diferenciados de governança corporativa pela BM&FBOVESPA.

Ao longo do desenvolvimento deste estudo, algumas lacunas de pesquisas mostraram-se intrigantes, as quais são apontadas como sugestões para futuras pesquisas. Dentre estas, estão:

- Analisar os fatores explicativos para as empresas que apresentam alto nível de endividamento terem custo da dívida, em média, menor do que as demais;
- Empregar outra metodologia para o cálculo do custo da dívida, em que a

abordagem pelas notas explicativas possa ser utilizada para a análise separada por fontes de recursos; e,

- Incluir a estrutura indireta de controle na análise.

Por fim, destacam-se como limitações do presente estudo o fato de não se ter computado a estrutura indireta do controle, realizada por meio de participações cruzadas e piramidais, bem como possíveis fatores de endogeneidade entre as variáveis analisadas. Ademais, estes achados devem ser interpretados com cautela, pois se limitam à realidade das empresas e períodos pesquisados. Também devem ser consideradas as limitações provenientes das escolhas efetuadas, necessárias à operacionalização do estudo (delimitações), conforme apontado no tópico de procedimentos metodológicos.

REFERÊNCIAS

- AHMED, A. S. et al. The role of accounting conservatism in mitigating bondholder-shareholder conflicts over dividend policy and in reducing debt costs. **Accounting Review**, v. 77, n. 4, p. 867–890, 2002.
- ALBANEZ, T. Impact of the cost of capital on the financing decisions of Brazilian companies. **International Journal of Managerial Finance**, v. 11, n. 3, p. 285–307, jun. 2015.
- ANDERSON, R. C.; MANSI, S. A.; REEB, D. M. Founding family ownership and the agency cost of debt. **Journal of Financial Economics**, v. 68, n. 2, p. 263–285, 2003.
- ASLAN, H.; KUMAR, P. Strategic ownership structure and the cost of debt. **Review of Financial Studies**, v. 25, n. 7, p. 2257–2299, 2012.
- ASSAF NETO, A. **Mercado Financeiro**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2011.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (2015). **Sistema Gerenciador de Séries Temporais**. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?met hod=prepararTelaLocalizarSeries>>. Acesso em: 28 de junho, 2015.
- BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **The Modern**

Corporation and Private Property. New York: Macmillan Publishing Co., 1932.

BOUBAKRI, N.; GHOUMA, H. Control/ownership structure, creditor rights protection, and the cost of debt financing: International evidence. **Journal of Banking and Finance**, v. 34, n. 10, p. 2481–2499, 2010.

BOZEC, Y.; LAURIN, C.; MEIER, I. The relation between excess control and cost of capital. **International Journal of Managerial Finance**, v. 10, n. 1, p. 93–114, 2014.

BRADLEY, M.; JARRELL, G. A.; KIM, E. H. On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. **Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 857, 1984.

BRITO, G. A. S.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 18, n. 43, p. 9–19, 2007.

BYUN, H.-Y. The Cost of Debt Capital and Corporate Governance Practices. **Asia-Pacific Journal of Financial Studies**, v. 36, n. 5, p. 765–806, 2007.

CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. A Influência da Estrutura de Propriedade e Controle sobre o Valor de Mercado Corporativo no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 24, p. 142–153, 2013.

CARVALHAL DA SILVA, A. L. Política De Dividendos Das Empresas Brasileiras. **Revista de Administração**, v. 39, n. 4, p. 348–361, 2004.

CLAESSENS, S.; FAN, J. P. H. Corporate Governance in Asia: a survey. **International Review of Finance**, v. 3, n. 2, p. 71–103, 1 ago. 2002.

EBIHARA, T. et al. Market Liquidity, Private Information, and the Cost of Capital: Market Microstructure Studies on Family Firms in Japan. **Japan and the World Economy**, v. 32, p. 1–13, 2014.

ELYASIANI, E.; JIA, J. J.; MAO, C. X. Institutional ownership stability and the cost of debt. **Journal of Financial Markets**, v. 13, n. 4, p. 475–500, 2010.

FÁVERO, L. P. L. Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. **Brazilian Business Review**, v. 10, n. 1, p. 131–156, 2013.

GUEDHAMI, O.; MISHRA, D. Excess Control, Corporate Governance and Implied Cost of Equity: International Evidence. **The Financial Review**, v. 44, n. 4, p. 489–524, 2009.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305–360, 1976.

JIRAPORN, P. et al. Exploring the Agency Cost of Debt: Evidence from the ISS Governance Standards. **Journal of Financial Services Research**, v. 44, n. 2, p. 205–227, 2013.

JOHNSON, S. et al. Tunneling. **American Economic Review**, v. 90, n. 2, p. 22–27, 2000.

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

LEAL, R. P. C.; CARVALHAL DA SILVA, A. L.; VALADARES, S. M. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 1, p. 7–18, 2002.

LIMA, G. A. S. F. DE. Nível de evidenciação x custo da dívida das empresas brasileiras. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 49, p. 95–108, 2009.

LIN, C. et al. Ownership structure and the cost of corporate borrowing. **Journal of Financial Economics**, v. 100, n. 1, p. 1–23, 2011.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. **The American Economic Review**, v. 53, n. 3, p. 433–443, 1963.

MUELLER, H. M.; INDERST, R. Ownership Concentration, Monitoring, and the Agency Cost of Debt. **SSRN Electronic Journal**, p. 1–22, 1999.

MYERS, S. C. Determinants of corporate borrowing. **Journal of Financial Economics**, v. 5, p. 147–175, 1977.

NARDI, P. C. C.; NAKAO, S. H. Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras abertas. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 51, p. 77–100, 2009.

OKIMURA, R. T.; SILVEIRA, A. D. M. DA; ROCHA, K. C. Estrutura de Propriedade e Desempenho Corporativo no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 1, n. 1, p. 119–135, 2007.

PEROBELLI, F. F. C.; FAMÁ, R. Determinantes da escolha da estrutura de capital das empresas brasileiras de capital aberto: um survey. **Revista de Administração**, v. 37, n. 3, p. 33–46, 2002.

RAJAN, R. G.; ZINGALES, L. What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. **The Journal of Finance**, v. 50, n. 5, p. 1421–1460, 1995.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737–783, 1997.

SILVEIRA, A. D. M. DA et al. Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração**, v. 39, n. 4, p. 362–372, 2004.

SMITH JR., C. W.; WARNER, J. B. Bankruptcy, secured debt, and optimal capital structure: comment. **The Journal of Finance**, v. 34, n. 1, p. 247–251, 1979.

STEIJVERS, T.; VOORDECKERS, W. Private Family Ownership and the Agency Costs of Debt. **Family Business Review**, v. 22, n. 4, p. 333–346, 2009.

TITMAN, S.; WESSELS, R. The Determinants of Capital Structure Choice. **The Journal of Finance**, v. 43, n. 1, p. 1–19, 1988.

TOY, N. et al. A Comparative international study of growth, profitability, and risk as determinants of corporate debt ratios in the manufacturing sector. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 9, n. 5, p. 1–13, 1974.

VALLE, M. **Estrutura de capital de empresas brasileiras num ambiente de altas taxas de juros e na presença de fontes diferenciadas de financiamento**. Tese de livre docência. Universidade de São Paulo, 2008.

Endereço dos Autores:

Universidade Federal de Santa Catarina
Rua Eng. Agron. Andrei Cristian Ferreira, S/N,
Trindade – Florianópolis - SC.
CEP: 88040-900