

Alavancagem, gestores entrincheirados e o efeito moderador da influência do principal acionista

Bruno José Canassa¹

 <https://orcid.org/0000-0001-8060-6894>
E-mail: bicanassa@fearp.usp.br

Lucas Allan Diniz Schwarz²

 <https://orcid.org/0000-0003-3854-513X>
E-mail: ladschwarz@gmail.com

Maurício Ribeiro do Valle¹

 <https://orcid.org/0000-0003-2439-3526>
E-mail: marvalle@usp.br

¹ Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Departamento de Contabilidade, Ribeirão Preto, SP, Brasil

² Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Departamento de Contabilidade, Natal, RN, Brasil

Recebido em 14/08/2023 – Desk aceite em 20/10/2023 – 3ª versão aprovada em 23/04/2024

Editor-Chefe: Andson Braga de Aguiar

Editora Associada: Andrea Maria Accioly Fonseca Minardi

RESUMO

Este estudo associou a alavancagem das empresas listadas brasileiras à busca de seus gestores por proteção contra o risco de intervenções do principal acionista. Embora a literatura tenha apontado que gestores aumentariam a alavancagem com o intuito de protegerem-se contra tomadas de controle, ainda não havia investigado o uso da dívida como defesa contra o risco de intervenções pelo principal acionista da empresa. Esta pesquisa aborda o principal problema da governança corporativa, que é o entrincheiramento decorrente do fortalecimento e da proteção excessiva dos gestores. Reforça-se a importância de considerar a relação de agência ao explicar a estrutura de capital observada nas empresas brasileiras, especialmente quando se considera a existência de alavancagens ótimas que maximizariam o valor para os acionistas. Regressões em painel testaram a associação da alavancagem ao fortalecimento gerencial e o risco de intervenção pelo principal acionista para uma amostra de empresas listadas brasileiras. Especificamente, utilizou-se um modelo de interação no qual a alavancagem observada é função de gestores fortalecidos, aqueles cuja remuneração sempre é maior do que o esperado, dadas as características e o desempenho da empresa, que buscaram proteção contra grandes acionistas muito influentes nas decisões em suas empresas. Os resultados sugerem que, embora tenham um potencial interesse em diminuir a disciplina da dívida, gestores entrincheirados aumentam o nível de endividamento na presença de um grande acionista influente, demonstrando comprometimento aos acionistas. Esses resultados destacam a importância da Teoria da Agência para explicar a estrutura de capital das empresas brasileiras, e ressaltam semelhanças na abordagem à alavancagem por gestores em mercados de características diferentes, como o brasileiro e o norte-americano.

Palavras-chave: alavancagem, Teoria da Agência, Teoria do *Trade-Off*, entrincheiramento gerencial.

Endereço para correspondência

Bruno José Canassa

Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Departamento de Contabilidade
Avenida Bandeirantes, 3900 – CEP: 14040-905
Monte Alegre – Ribeirão Preto – SP – Brasil

Este é um texto bilíngue. Este artigo também foi traduzido para o idioma inglês, publicado sob o DOI <https://doi.org/10.1590/1808-057x20241979.en>
Trabalho apresentado na 22ª USP International Conference in Accounting, São Paulo, SP, Brasil, julho de 2022.



Leverage, entrenched managers, and moderating effect of main shareholder's influence

ABSTRACT

This study associated the leverage of Brazilian listed companies with their managers' search for protection against the risk of main shareholder's intervention. Although the literature has pointed out that managers might increase leverage in order to protect themselves against takeovers, it had not yet investigated the use of debt as a defense against the risk of intervention by the company's main shareholder. This research addresses the main issue of corporate governance, i.e. entrenchment resulting from manager's strengthening and excessive protection. The importance of considering the agency relationship when explaining the capital structure observed in Brazilian companies is reinforced, especially when considering the existence of optimal leverage that might maximize value for shareholders. Panel regressions tested the association of leverage with managerial strengthening and the risk of main shareholder's intervention for a sample of Brazilian listed companies. Specifically, an interaction model was used in which the observed leverage is a function of strengthened managers, those whose compensation is always higher than expected, given company characteristics and performance, who sought protection against large shareholders who have great influence on the decisions of their companies. The results suggest that, although they have a potential interest in reducing debt discipline, entrenched managers increase debt level in the presence of a large influential shareholder, demonstrating commitment to shareholders. These results highlight the importance of Agency Theory in explaining the capital structure of Brazilian companies, and highlight similarities in the approach to leverage by managers in markets with different characteristics, such as Brazil and the United States of America (USA).

Keywords: leverage, Agency Theory, Trade-Off Theory, managerial entrenchment.

1. INTRODUÇÃO

A Teoria da Agência prediz que os gestores tomam decisões voltadas aos seus próprios interesses caso não recebam incentivos suficientes para atender às expectativas dos acionistas. Isso pode incluir, por exemplo, a definição de níveis de alavancagem que não visam a maximizar o valor da empresa apenas para que não tenham o consumo de benefícios privados limitado pela dívida (Jensen, 1986; Jensen & Meckling, 1976; Stulz, 1990). Devido ao conflito de agência, mecanismos de governança corporativa e de controle buscam alinhar as decisões gerenciais ao interesse dos acionistas, disciplinando os gestores. No entanto, cabe destacar que a eficácia desses mecanismos não é garantida, pois os próprios gestores podem usar a autoridade de seus cargos para tomar decisões que os protejam da disciplina sofrida (Berger et al., 1997; Morellec, 2003; Shleifer & Vishny, 1989).

Como se sabe que a estrutura de capital exerce disciplina sobre a gestão (Shleifer & Vishny, 1997), tem-se a seguinte questão:

- Como a proteção, ou a busca por proteção, dos gestores se associa à alavancagem observada nas empresas?

Por pressuposto, além das limitações impostas pela dívida, os gestores são disciplinados pelo risco de intervenção em seus cargos por novos acionistas após tomarem o controle da empresa ou por grandes acionistas com interesse e poder suficientes para influenciar todos os demais (Tayachi et al., 2021).

A literatura tem identificado que gestores fortalecidos dentro de suas empresas diminuem a alavancagem para

evitar a disciplina da dívida (Jiraporn & Liu, 2008; Li et al., 2017; Tosun, 2015). Além disso, quando a probabilidade de intervenção em seus cargos é alta, os gestores respondem aumentando a alavancagem (Berger et al., 1997). Portanto, existiriam níveis de dívida que otimizam a segurança dos gestores em seus cargos. Tanto que, quando protegidos de tomadas de controle, os gestores diminuem a dívida para reduzir ainda mais a disciplina recebida (Garvey & Hanka, 1999). Entretanto, o efeito da proteção, ou a busca por proteção, perante grandes acionistas influentes ainda não foi investigado, sendo o foco deste estudo.

Assim, o objetivo deste estudo foi verificar se gestores fortalecidos aumentam o nível de alavancagem na presença de um grande acionista influente. Tem-se como hipótese de pesquisa que gestores fortalecidos, que evitariam a disciplina da dívida, proteger-se-iam contra intervenções dos acionistas influentes aumentando a alavancagem.

Utilizando uma amostra com 81 empresas listadas brasileiras, verificou-se se a influência do principal acionista afetou a decisão de alavancagem dos gestores. Os resultados de estimções em painel com efeitos aleatórios e mínimos quadrados empilhados dão suporte à hipótese, mostrando que gestores fortalecidos alavancam mais suas empresas na presença de um grande acionista influente. A alavancagem praticada por gestores protegidos chega a ser até 38% maior quando a influência do grande acionista é elevada. Os resultados sugerem, portanto, que quando a influência do principal acionista é grande, sua disciplina sobre a gestão sobressai até mesmo ao interesse dos gestores em evitar os riscos da dívida. Essa conclusão é reforçada por características do mercado brasileiro, onde

a disciplina das raras tomadas de controle tem pouco, ou nenhum, efeito sobre as decisões gerenciais (Mello & Carvalho, 2014), ao contrário da dívida e o principal acionista contra os quais a gestão busca proteção.

Dessa maneira, trazemos contribuições relevantes, como considerar o conflito entre gestores e acionistas no estudo da estrutura de capital das empresas brasileiras. Este estudo se distingue das pesquisas nacionais, que têm abordado o efeito de índices de governança e órgãos como o Conselho de Administração sobre a alavancagem,

frequentemente com resultados inconclusivos. Segundo Bebchuk et al. (2009), esses fatores são secundários para a governança corporativa, cuja principal questão, considerada nesta pesquisa, é o entrenchamento dos gestores pelo fortalecimento e a proteção excessiva em seus cargos. Investigar a influência do grande acionista também inova em relação aos estudos sobre o conflito entre majoritários e minoritários, voltados apenas à concentração acionária.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

Conflitos de agência e estrutura de capital têm sido associados desde Jensen e Meckling (1976). Os conflitos podem envolver tanto gestores e acionistas quanto gestores (que também são, muitas vezes, acionistas) e credores. Esses conflitos explicariam por que alavancagens ótimas, que maximizariam o valor da empresa para os acionistas ao gerar benefícios fiscais maiores do que o custo de dificuldades financeiras, dificilmente são observadas na prática. Ocorre que os gestores costumam ter autoridade real para definir as alavancagens de suas empresas, podendo tomar decisões que divergem do que seria ótimo aos acionistas. Isto é, gestores podem definir alavancagens que lhes sejam favoráveis, mas não para os acionistas (Hart, 1996; Morellec, 2003).

Contudo, os gestores não são totalmente livres para definir as estruturas de capital de suas empresas. Mecanismos de governança corporativa existem para disciplinar a gestão a tomar decisões alinhadas ao esperado pelos investidores (Berger et al., 1997; Shleifer & Vishny, 1997). São exemplos o monitoramento exercido pelo Conselho de Administração e planos de remuneração e de promoção, bem como mecanismos de punição, notadamente o risco de demissão caso o gestor não entregue resultados satisfatórios (Hermalin & Weisbach, 1998; Jensen & Murphy, 1990). Esses mecanismos visam a assegurar que os investidores sejam adequadamente remunerados pelo investimento realizado, atribuindo autoridade à gestão para incentivá-lo, ao mesmo tempo que a controla para não usar recursos da empresa para benefícios privados (Aghion & Tirole, 1997).

Caso a governança corporativa seja falha, a gestão se fortalece para definir alavancagens para benefício próprio, expropriando valor dos acionistas. Entende-se que gestores buscam objetivos privados, mas para isso precisam de segurança em seus cargos. Assim, determinariam alavancagens menores do que a ótima, mas que lhes garantiriam ainda mais proteção (Jensen & Meckling, 1976; Morellec, 2003; Shleifer & Vishny, 1989). Assumir

posições muito alavancadas aumenta a probabilidade de dificuldades financeiras e de falência, além de aumentar o risco de perder a reputação e o cargo (Grossman & Hart, 1982). Mesmo que esses riscos sejam pequenos, o serviço da dívida diminui o fluxo de caixa livre disponível para consumir regalias e realizar investimentos pessoais (Jensen, 1986; Stulz, 1990).

Assim, é possível sugerir que gestores fortalecidos determinam alavancagens menores do que a ótima para evitar os riscos e as limitações da dívida. Embora a sugestão de Jensen e Meckling (1976) de gestores aumentando a dívida para repassarem o risco dos investimentos aos credores pareça um contraponto à sugestão deste estudo, essa possibilidade é condicionada pela participação acionária e consequente responsabilidade dos gestores em caso de falência. Na verdade, é mais provável que prefiram recursos gerados internamente pelas operações da empresa do que a alavancagem para fazer investimentos sem retorno (Jensen, 1986).

Mesmo fortalecidos, os gestores ainda estão sob controle dos acionistas. Na verdade, reconhece-se que a possibilidade de intervenção dos acionistas seja a principal disciplina sofrida pela gestão (Bebchuk et al., 2009; Gompers et al., 2003). A intervenção pode ocorrer após tomadas de controle, quando novos investidores comprem ações para valorizá-las e revendê-las após promoverem mudanças na empresa, geralmente trocando a gestão. A intervenção também pode partir dos grandes acionistas, que têm influência suficiente para promover mudanças na empresa quando necessário. Shleifer e Vishny (1997) apontam que os grandes acionistas não precisam, necessariamente, ter participação majoritária; apenas ter votos suficientes para influenciar decisões. Grossman e Hart (1980) também indicam que quando a estrutura de propriedade é composta por inúmeros acionistas atomísticos, estes tendem a seguir as decisões do principal acionista, mesmo quando este não detém grande participação acionária.

Portanto, seria esperado que gestores ajustem a alavancagem de suas empresas de acordo com o risco de intervenção dos acionistas. Zwiebel (1996) acrescenta que os gestores, buscando proteger-se em seus cargos, chegariam a aumentar a alavancagem acima do que lhes seria vantajoso para sinalizar compromisso com a criação de valor e com a restrição ao próprio consumo de benefícios privados. Novaes (2003) e Novaes e Zingales (1995) propõem, ainda, que gestores aumentariam a alavancagem para atribuir risco à empresa e reduzir a probabilidade de tomada de controle quando o custo para entrada de novos investidores é pequeno. Para Novaes (2003), Novaes e Zingales (1995) e Zwiebel (1996), seria preferível para o gestor acatar as limitações da dívida em vez de perder o cargo após uma intervenção dos acionistas; aumentar a alavancagem promoveria o entrincheiramento gerencial. Por outro lado, se a disciplina da intervenção dos acionistas é pequena, menor será a necessidade de alavancar a empresa.

Como apresentado na próxima seção, estudos empíricos evidenciam que gestores fortalecidos dentro de suas empresas diminuem a alavancagem quando também estão protegidos de tomadas de controle. Porém, o efeito da disciplina da influência dos grandes acionistas sobre os demais ainda não foi investigado, sendo analisado neste estudo.

2.1 Literatura Empírica Relacionada

Os resultados de alguns estudos empíricos corroboram a discussão anterior. Destaca-se Berger et al. (1997), que investigou a alavancagem sob gestores fortalecidos perante a governança corporativa em grandes empresas listadas norte-americanas. Suas evidências apontam que gestores entrincheirados, isto é, protegidos contra mecanismos de governança corporativa e controle, e fortalecidos em suas empresas, dadas as suas altas remunerações não justificadas pelo desempenho recente, diminuem a alavancagem. Por outro lado, também se observou que gestores aumentam a alavancagem após eventos que diminuem ou sugerem a diminuição da proteção em seus cargos, como demissões inesperadas na alta gestão.

Já Garvey e Hanka (1999) encontraram menor alavancagem em empresas norte-americanas que preveem cláusulas em estatuto que aumentam o custo de tomadas de controle por novos acionistas, diminuindo o risco ao gestor em seu cargo. Tanto Berger et al. (1997) e Garvey e Hanka (1999) reforçam a lógica de que gestores fortalecidos e protegidos podem diminuir a alavancagem, conforme as propostas de Novaes (2003) e Zwiebel (1996).

Estudos ligando governança corporativa à alavancagem em empresas listadas incluem Agha (2011), que sugere que

a alavancagem diminui quando a governança corporativa é fraca, mas aumenta quando os bônus de desempenho são elevados, pois se beneficiam da otimização do valor via estrutura de capital. Porém, cabe ressaltar que a literatura é inconclusiva sobre o efeito positivo dos bônus à gestão, pois Tosun (2015) identificou impacto negativo de bônus excessivos na alavancagem, enquanto Jiraporn e Liu (2008) apontam menor alavancagem em empresas com Conselhos de Administração escalonados, vistos como pouco eficazes.

Também existem estudos associando a alavancagem à dominância do gestor. Jiraporn et al. (2011) apontaram que empresas com um principal gestor autoritário perante os demais têm menor alavancagem. Resultado similar foi encontrado por Chintrakarn et al. (2014), que mediram a dominância do principal gestor como o percentual de sua remuneração dentro da remuneração global da gestão; quanto maior o percentual, menor a alavancagem. Li et al. (2017) examinaram empresas chinesas e constataram que gestores empoderados reduzem a alavancagem. Portanto, gestores dominantes em suas empresas buscam proteger-se da disciplina da dívida.

De maneira geral, a literatura empírica se pauta, exceto Li et al. (2017), no fortalecimento de gestores em empresas listadas de mercados onde tomadas de controle são comuns e constituem riscos reais à gestão, notadamente no caso norte-americano. Nesses estudos, a principal disciplina sobre os gestores fortalecidos vem das tomadas de controle, cabendo aos grandes acionistas um papel secundário. Ademais, como nesses mercados existem ambas as disciplinas, torna-se difícil isolar o efeito de cada uma quando são investigadas decisões gerenciais.

A literatura sobre grandes acionistas e alavancagem é extensa e apresenta resultados variados, refletindo múltiplos fatores relativos à estrutura acionária e os incentivos existentes aos acionistas. De acordo com a Teoria da Agência, os efeitos dependem do tamanho e do papel do grande acionista na empresa. Quando o grande acionista não é o gestor, estudos apontam uma relação côncava entre concentração acionária e alavancagem (Boateng et al., 2017; Feng et al., 2020; La Bruslerie & Latrous, 2012; Tayachi et al., 2021). O risco assumido no investimento incentivaria o grande acionista a realizar intervenções na gestão quando necessário, pressionando os gestores a definirem alavancagens benéficas aos acionistas. Contudo, com o aumento da concentração acionária, tornando-se majoritária, preferiria reduzir a alavancagem para preservar o fluxo de caixa livre à sua disposição e evitar o risco de falência. O comportamento seria mais agudo quando o grande acionista também é o gestor, antecipando o ponto de inflexão da curva (Brailsford et al., 2002; Pindado & De La Torre, 2011).

Os estudos associando grandes acionistas à alavancagem se pautaram na concentração de propriedade, considerando os acionistas não majoritários pouco relevantes, ainda que muitas vezes tenham significativa influência na empresa (Shleifer & Vishny, 1997). Mostra-se crucial ressaltar que acionistas majoritários teriam incentivos para expropriar os minoritários, o que faz com que a concentração acionária, por si, reflita mais o próprio interesse em benefícios privados do que o risco exercido sobre a gestão. Quando investigado, o fortalecimento gerencial foi atrelado à concentração de ações pelo gestor, tornando a decisão de alavancagem a sua posição como acionista. Se o gestor é o grande acionista, naturalmente estaria protegido e inclinado a definir alavancagens para buscar benefícios privados.

Os estudos brasileiros incluem Silveira et al. (2008), que encontraram associação positiva entre estrutura de propriedade e alavancagem, assim como com a composição do Conselho de Administração, apesar de reconhecerem a possível simultaneidade nos resultados.

3. MATERIAL E MÉTODOS

3.1 Dados e Amostra

Este estudo contou com três fontes de dados. Os dados financeiros, como os utilizados para calcular a alavancagem das empresas, foram obtidos na base de dados da Thomson Reuters (557 empresas). Os dados de governança, como a remuneração dos gestores e alguns controles, são provenientes de bases de dados da Comissão de Valores Imobiliários (CVM) (1.071 empresas). Já os dados referentes ao percentual de ações dos principais acionistas, bem como o retorno das ações das empresas, provêm da Economatica (402 empresas). Foram coletados dados anuais do período entre 2010 e 2021, sendo os dados financeiros corrigidos para o mês de dezembro de 2022 pelo Índice Geral de Preços – Mercado (IGP-M). Para o percentual de ações dos principais acionistas em cada empresa, considerou-se o último dado disponível de cada ano na Economatica.

Foram removidas empresas do setor financeiro e de *utilities*, como é comum em pesquisas do tipo, e os fundos

Os resultados foram inconclusivos para outras variáveis de governança corporativa investigadas, o que também ocorreu para Vieira et al. (2011). No entanto, ressalta-se que muitas das variáveis sem significância não refletem o fortalecimento ou o entrincheiramento dos gestores, que são os fatores determinantes para uma governança corporativa eficaz (Bebchuk et al., 2009).

Por fim, assim como na literatura internacional, a investigação sobre grandes acionistas enfocou a concentração acionária. A relação côncava entre o percentual de ações dos grandes acionistas e a alavancagem é reforçada por Procianny e Schnorrenberger (2004), que encontraram associação negativa entre essas variáveis para níveis elevados de concentração acionária. Crisóstomo e Pinheiro (2015) e Sampaio (2022) também encontraram relações positiva e quadrática negativa entre os percentuais somados dos principais acionistas com a alavancagem. Sampaio (2022) associou a alavancagem a índices de governança corporativa. Assim como Silveira et al. (2008) e Vieira et al. (2011), obtiveram resultados pouco conclusivos.

de investimento (Frank & Goyal, 2009; Rajan & Zingales, 1995). Como nem todas as empresas tinham todos os dados necessários para esta pesquisa, havendo muitos *missings*, o cruzamento das bases de dados gerou uma amostra preliminar de 721 observações para 118 empresas, da qual foram removidas 13 observações de anos sem receitas na empresa, assumindo que não estavam em operação, e mais 7 observações para empresas com patrimônio líquido negativo. Também foram removidas 35 empresas (51 observações) com menos de 4 anos de dados, pois segundo Berger et al. (1997) não teriam dados suficientes para sugerir o fortalecimento da gestão. Replicar o estudo incluindo empresas com 3 anos de dados gera resultados similares. Assim, a amostra final tem 650 observações anuais para 81 empresas.

3.2 Alavancagem

Seguindo Berger et al. (1997), Frank e Goyal (2009) e Rajan e Zingales (1995), a alavancagem a valor de mercado foi calculada como em (1) e a contábil como em (2).

$$AlavMerc_{it} = \frac{Dívida Total (Contábil)_{it}}{Dívida Total (Contábil)_{it} + Patrimônio Líquido (Mercado)_{it}} \quad [1]$$

$$AlavCont_{it} = \frac{Dívida Total (Contábil)_{it}}{Ativo Total (Contábil)_{it}} \quad [2]$$

Em (1), a alavancagem a valor de mercado (*AlavMerc*) da empresa *i* no ano *t* é a dívida total a valor contábil

dividida pela soma da dívida a valor contábil e o patrimônio líquido a valor de mercado. Em (2), a alavancagem

contábil (*AlavCont*) de i em t é a dívida total dividida pelo ativo, ambos em valores contábeis. Veja-se que não há distinção entre dívida de curto ou longo prazo; trata-se do total da dívida. Como houve remoção prévia das observações com patrimônio líquido negativo, não foi preciso truncar as alavancagens calculadas entre 0 ou -1 e 1, como fizeram Rajan e Zingales (1995), pois todas pertencem ao intervalo de 0 a 1.

3.3 Influência do Principal Acionista

Shleifer e Vishny (1997) apontam que grandes acionistas têm incentivo e controle suficientes para monitorar e pressionar os gestores a tomarem decisões alinhadas ao esperado pelos investidores, podendo promover mudanças na empresa, como a troca da gestão, quando necessário. Também indicam que esse grande acionista não precisa ser, necessariamente, majoritário. Apenas precisa ter ações suficientes para influenciar as decisões dos demais

acionistas. Sampaio (2022) descreve que, entre 2010 e 2019, o principal acionista das empresas listadas brasileiras detinha, em média, 42% das ações com direito a voto; os 2 principais acionistas detinham 54% dessas ações, em média; e os 3 principais acionistas detinham 60% dessas ações, em média. Após os 3 maiores acionistas, a estrutura de propriedade dilui consideravelmente, com os demais tendo participação muito pequena, ou atomística.

Como Shleifer e Vishny (1997) apontam que o principal acionista não precisa ser majoritário para que sua disciplina seja eficaz e Grossman e Hart (1980) sugerem que os pequenos acionistas tendem a seguir as decisões dos grandes acionistas, construiu-se um índice de influência do maior acionista sobre as decisões da empresa, como a decisão de intervir sobre a gestão. O índice é a razão entre os percentuais de ações com direito a voto (ordinárias) do maior acionista e dos 3 maiores acionistas da empresa, como é calculado em (3).

$$Influência_{it} = \frac{\% \text{ de ações ordinárias do maior acionista}_{it}}{\% \text{ de ações ordinárias dos três maiores acionistas}_{it}}$$

3

Influência varia entre 0 e 1 e reflete a influência do principal acionista sobre as decisões na empresa i no ano t . A lógica do índice segue Aghion e Tirole (1997), indicando que a proteção do agente é maior quando existem muitos principais, e que apenas um grande acionista influente tende a disciplinar mais a gestão do que 2 ou 3 menos influentes. O uso de 3 maiores acionistas no denominador se deve a estes dominarem a estrutura de propriedade das empresas listadas brasileiras (Sampaio, 2022); assume-se que os demais seguem suas decisões. Os gestores precisam ajustar a alavancagem das empresas para se protegerem de intervenções do grande acionista. Quanto maior *Influência*, maior a necessidade do gestor alavancar a empresa para demonstrar comprometimento para o grande acionista influente (Zwiebel, 1996).

O uso do índice ao invés do próprio percentual de ações do maior acionista evita erros de mensuração quanto à influência desse acionista caso sua participação não seja muito grande. Por exemplo, se utilizado o percentual de ações, um acionista com 25% delas, com os demais atomísticos, seria considerado de menor importância do que um acionista com 40%, mas com o segundo maior com 35%. Também, o índice atribui como disciplina apenas o poder do grande acionista influenciar as decisões na empresa. Usar o percentual de ações poderia trazer para a *proxy* o incentivo que esse acionista tem para buscar

benefícios privados expropriando os demais. Por fim, cabe ressaltar que os acordos ou a modalidade (individuais ou institucionais) dos acionistas não foram considerados pela dificuldade de identificação.

3.4 Gestores Fortalecidos

Jensen e Murphy (1990) apontam 3 principais mecanismos de governança corporativa para disciplinar as decisões dos gestores: (i) alocação parcial da propriedade da empresa; (ii) possibilidade de intervenção por parte dos acionistas; e (iii) políticas de remuneração. Os autores indicam que a remuneração costuma ser pouco sensível ao desempenho, maior ou menor do que o esperado pelas características da empresa, do gestor e do setor. Se a remuneração do gestor sempre é maior do que o esperado, isto é, não justificada por características como porte da empresa, habilidade gerencial e complexidade do setor, ele estaria fortalecido em seu cargo, com autoridade e proteção excessivas para definir níveis de alavancagem que apenas lhe seja benéfica (Berger et al., 1997). Os outros mecanismos, como o Conselho de Administração, costumam ser dominados pelos gestores fortalecidos (Hermalin & Weisbach, 1998).

Seguindo Berger et al. (1997), a remuneração inesperada dos gestores foi identificada como os termos de erro ε de uma regressão que estimou (4).

$$\ln(Rem)_{it} = \alpha + \beta_1 \text{med}(\ln[Rem])_{(j \neq i)t} + \beta_2 \ln(Mand)_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_2 \ln(Vend)_{it} + \beta_4 (Ret_{it} - Ret[Merc]_t) + \theta_t + \varepsilon_{it}$$

4

Em (4), $\ln(Rem)$ é a remuneração total, em logaritmo natural, do diretor-presidente da empresa i no ano t . Mesmo quando o principal gestor da empresa não é o diretor-presidente, a correlação entre seus salários costuma ser alta (Murphy, 1985). $\text{med}(\ln[Rem])$ é a remuneração mediana, em logaritmo natural, de gestores do setor j (que i pertence) no ano t , para controlar o setor. $\ln(Mand)$ é o logaritmo natural da quantidade de anos seguidos do indivíduo como principal gestor da empresa. ROA é o retorno sobre os ativos de i no ano t , no caso o EBITDA ponderado pelos ativos totais da empresa. $\ln(Vend)$ é o logaritmo natural do total de receitas com vendas de i no ano t . Ret é o retorno das ações da empresa i em t e $Ret[Merc]$ é o retorno do mercado em t . θ são *dummies* de ano para controlar efeitos não observáveis do tempo.

Termos de erro em regressões paramétricas seguem distribuição normal em torno da média zero (Cameron & Trivedi, 2005). Como é de interesse desse trabalho identificar gestores que sempre recebem remunerações excessivas, como apresentado a seguir, (4) foi estimado por mínimos quadrados ordinários (MQO) para verificar quais são as empresas que pagam remunerações inesperadas maiores que zero todos os anos para seu principal gestor.

Sobre o termo de erro ε foi construída uma variável identificadora *Entrincheirado*, de entrincheirado, com

$$Alav(\cdot)_{it} = \varphi \text{Entrincheirado}_i + \sigma \text{DiscPrAc}_{it} + \gamma (\text{Entr}_i \times \text{DiscPrAc}_{it}) + \tau' C_{it} + \theta_t + \mu + v_{it} \quad [5]$$

Em (5), a alavancagem da empresa i no ano t , com $(\cdot)$ podendo ser valor de mercado ou contábil, é função do entrincheiramento do gestor na empresa i (*Entrincheirado*), da interação entre o entrincheiramento do gestor e a influência do maior acionista de i no ano t ($\text{Entrincheirado} \times \text{Influência}$), e a própria influência do acionista, além de controles C sobre características de i e *dummies* θ para o ano da observação para controlar especificidades do tempo.

Este estudo investigou o efeito do entrincheiramento dos gestores na alavancagem das empresas, portanto, os 2 coeficientes de interesse em (5) são γ e φ . Sendo hipótese desta pesquisa que os gestores entrincheirados (consequentemente, fortalecidos) tenham alavancado suas empresas em busca de proteção contra a influência do principal acionista, alcançado esse fortalecimento por meio da alavancagem (Zwibel, 1996), espera-se sinal positivo para γ . Quanto maior a influência do principal, maior a necessidade da gestão se proteger com a alavancagem. Por sua vez, espera-se sinal negativo para φ , pois, uma vez fortalecido e tendo alcançado proteção em seu cargo, o gestor pode atenuar a alavancagem buscando proteger-se também da dívida (Berger et al., 1997).

O coeficiente σ para a influência do principal acionista isolada não foi de interesse, pois se parte da premissa de que a alavancagem é determinada pela gestão. Não haveria

valor 1 se a empresa i teve $\varepsilon > 0$ em todos os seus anos; 0 caso contrário. Por exemplo, se i tem 4 anos de observações e nos 4 anos $\varepsilon > 0$, foi atribuído *Entrincheirado* = 1 em todos esses anos. Se houve ao menos um $\varepsilon \leq 0$ nesses 4 anos, então *Entrincheirado* = 0 para todos os anos de i . Essa especificação visou a tratar a remuneração do gestor como uma característica intrínseca da empresa, isto é, salários são mais altos do que o esperado devido ao fortalecimento e proteção, e não casos de remunerações excessivas devido apenas a casualidades em alguns anos.

Assim, se *Entrincheirado* = 1, o gestor está fortalecido perante a governança corporativa e pode diminuir a alavancagem para também se proteger da dívida (Berger et al., 1997). A associação negativa de *Entrincheirado* e a alavancagem é condição necessária para validar os resultados deste trabalho, pois reflete a lógica de gestores já fortalecidos em seus cargos buscando atenuar os riscos oriundos da dívida. Caso *Entrincheirado* = 0, assume-se que a governança corporativa seja eficaz no controle das decisões do gestor, que não pode sequer ajustar a alavancagem para proteção.

3.5 Modelo e Procedimentos Econométricos

O efeito da proteção dos gestores sobre a alavancagem das empresas foi testado em (5).

efeito direto desse acionista sobre a alavancagem, havendo um efeito indireto por meio da disciplina exercida sobre os gestores. Inclusive, mesmo a sugestão de sinal para σ não seria clara, pois dependeria dos incentivos que esse acionista teria para expropriar minoritários, que depende de sua concentração acionária, por exemplo (Tayachi et al., 2021). Para validade dos resultados foram realizadas análises adicionais incluindo a *Influência* ao quadrado. Esse procedimento visou a controlar uma potencial relação côncava com a alavancagem, com resultados similares aos da próxima seção.

Os controles C contêm variáveis vindas de Berger et al. (1997). A independência do Conselho de Administração é a razão entre o número de conselheiros sem função executiva e o total de conselheiros; quanto mais independente é o Conselho de Administração, melhor seria o monitoramento sobre a gestão. Já o tamanho do Conselho de Administração, que é o logaritmo natural da quantidade de conselheiros, buscou controlar o alcance do monitoramento. Ressalta-se que, por lógica do estudo, os conselheiros podem ter sido capturados pelo gestor.

Outras quatro variáveis em C vindas de Berger et al. (1997) buscaram controlar características operacionais que determinam a alavancagem. O retorno sobre os ativos (*return on assets* [ROA]), calculado como o lucro antes

dos juros, tributos, depreciação e amortização (*earnings before interest, taxes, depreciation and amortization* [EBITDA]) dividido pelos ativos totais da empresa, mede a capacidade da empresa gerar caixa para reinvestir sem necessidade de captar financiamentos. O benefício fiscal da depreciação, estimado como 34% da despesa de depreciação e amortização ponderada pelos ativos totais, e as potenciais garantias aos credores, estimadas como o imobilizado líquido mais os estoques divididos pelo total de ativos da empresa, podem incentivar maior uso de dívida. Ainda, o logaritmo natural dos ativos totais da empresa controlou o tamanho.

Por fim, empresas dentro de determinado setor tendem a seguir níveis de alavancagem pautados pelas características setoriais, observáveis ou não. Portanto, seguindo Frank e Goyal (2009), foi incluída a mediana da alavancagem do setor j , ao qual i pertence, no ano t .

Como se sabe que a alavancagem é determinada principalmente por características intrínsecas das empresas (Lemmon et al., 2008), (5) foi estimado utilizando dados em painel com especificação de efeitos aleatórios (*random effects* [RE]) e, como complemento, por MQO empilhados. Não foram conduzidas regressões com especificação de efeitos fixos, pois elas omitiriam a variável *Entrincheirado*, que, por construção da variável, nesse trabalho não varia

entre os anos em cada empresa. Os resultados de RE e MQO empilhados se complementam, pois ambas as estimações têm vantagens e desvantagens quando aplicadas neste estudo. O problema de variáveis omitidas é mitigado em RE, pois μ de (5) se torna um termo de erro específico a i (μ_i). Contudo, como RE assume que μ_i não é correlacionado às variáveis independentes, μ_i pode capturar parte do efeito fortalecimento da gestão sobre a alavancagem. Em MQO não existe a captura do efeito da proteção e autoridade por μ . Porém, nesta pesquisa, MQO está sob possível autocorrelação dos resíduos por utilizar dados empilhados das empresas (Cameron & Trivedi, 2005).

Algumas análises prévias foram realizadas para validação dos resultados das estimações de (5). Uma análise de correlação entre as variáveis independentes apontou que as únicas variáveis com correlação altas entre si são o tamanho da empresa e o tamanho do Conselho de Administração. Portanto, mitigando a possibilidade de multicolinearidade do modelo. Também, regressões preliminares de (5) foram conduzidas para analisar a associação dos valores observados e previstos das alavancagens aos termos de erro v por meio de gráficos de dispersão. Somente há sugestão de heterocedasticidade para as regressões MQO empilhados. Assim, os resultados para MQO empregam erros padrão robustos (Cameron & Trivedi, 2005).

4. RESULTADOS

A Tabela 1 contém as médias e os desvios padrão (entre parênteses) das variáveis deste estudo, para a amostra geral e grupos com *Entrincheirado* = 1 (29 empresas) ou *Entrincheirado* = 0 (52 empresas). Para calcular essas estatísticas, cada empresa foi representada por apenas uma

observação composta pela média de suas variáveis. Também são apresentados resultados de testes de médias (estatística t) entre os grupos *Entrincheirado* = 1 e *Entrincheirado* = 0. Para facilitar a descrição, algumas variáveis estão em percentuais e os logaritmos naturais estão em seus valores originais.

Tabela 1

Descrição das empresas da amostra em geral e por grupos classificados por Entrincheirado

	Geral	Máximo	Mínimo	Entrincheirado = 1	Entrincheirado = 0	t (g.l.)
<i>AlavMerc</i>	0,305 (0,217)	0,905	0,000	0,310 (0,224)	0,302 (0,215)	0,156 (79)
<i>AlavCont</i>	0,257 (0,165)	0,710	0,000	0,270 (0,142)	0,250 (0,177)	0,539 (79)
<i>Influência</i>	0,634 (0,186)	0,999	0,354	0,605 (0,160)	0,650 (0,199)	-1,033 (79)
Independência do CA	0,747 (0,918)	1,000	0,000	0,569 (0,609)	0,846 (1,044)	-1,311 (79)
Tamanho do CA	6,638 (2,381)	16,003	3,600	6,727 (2,081)	6,588 (2,551)	0,485 (79)
ROA (%)	5,48 (6,66)	23,68	-13,75	4,72 (6,74)	5,90 (6,63)	-0,765 (79)
Benefício fiscal (%)	0,43 (0,54)	2,73	0,01	0,41 (0,47)	0,45 (0,58)	-0,264 (79)

Tabela 1
Cont.

	Geral	Máximo	Mínimo	Entrincheirado = 1	Entrincheirado = 0	t (g.l.)
Garantias (%)	20,06 (17,95)	63,22	0,05	13,39 (17,15)	23,78 (17,46)	-2,584** (79)
Ativo (em milhões de R\$)	23.138,89 (70.448,48)	574.234,00	36,56	12.588,95 (27.964,86)	29.022,52 (85.188,87)	-0,208 (79)
Maior acionista (%)	37,60 (22,54)	99,99	13,89	32,21 (21,18)	40,61 (22,91)	-1,625 (79)
Três maiores acionistas (%)	56,18 (21,84)	100,00	16,08	50,67 (23,63)	59,25 (20,37)	-1,714* (79)
Moda de setor	Consumo não cíclico (20; 24,69%)			Construção civil (9; 31,03%)	Consumo não cíclico (12; 23,08%)	
Empresas	81			29	52	

Nota: *AlavMerc e AlavCont são as alavancagens a valor de mercado e contábil. Influência é a disciplina do principal acionista da empresa. Nas colunas que contêm médias, os desvios padrão estão entre parênteses. Na última coluna, onde são apresentados resultados de testes de médias, os graus de liberdade (g.l.) das estatísticas t estão entre parênteses. CA é a sigla para Conselho de Administração. ROA, benefício fiscal e garantias foram apresentados em percentual, embora não tenham sido utilizados assim nas regressões. O tamanho do CA e o tamanho do ativo foram apresentados em seus valores originais, mas nas regressões foram usados seus logaritmos naturais.*

** Valor $p < 0,05$, * Valor $p < 0,10$.

Fonte: Elaborada pelos autores.

A alavancagem média das empresas foi 0,305 a valor de mercado e 0,257 a valor contábil, sugerindo que tenham *market-to-book* menor do que 1. Quando se comparam os grupos, têm-se alavancagens muito próximas, com os testes de médias, inclusive, não rejeitando a igualdade estatística ($t[79] = 0,156$ para a alavancagem a valor de mercado e $t[79] = 0,539$ para a alavancagem a contábil, valores $p > 0,10$). A alavancagem a valor de mercado médio para empresas com *Entrincheirado* = 1 foi 0,310, contra 0,302 para as empresas com *Entrincheirado* = 0, e a valor contábil foi 0,270 e 0,250, respectivamente. Contudo, maiores inferências sobre as alavancagens de cada grupo dependem do controle sobre características da empresa (Lemmon et al., 2008).

O índice de influência do principal acionista foi, em média, 0,634. O índice é um pouco maior no grupo das empresas com *Entrincheirado* = 0, sendo 0,650 contra 0,605 nas empresas com *Entrincheirado* = 1. Essa diferença pode sinalizar que a presença do grande acionista pode inibir a autoridade do gestor (Shleifer & Vishny, 1997). Por sua vez, se o tamanho dos Conselhos de Administração é parecido entre os grupos (em média, 6,727 membros para *Entrincheirado* = 1 e 6,588 para *Entrincheirado* = 0), os conselheiros têm maior independência da gestão nas empresas com *Entrincheirado* = 0 (média de 0,846, contra 0,569 para *Entrincheirado* = 1). Em tese, maior independência dos conselheiros pode limitar o

fortalecimento dos gestores nessas empresas (Hermalin & Weisbach, 1998). Entretanto, é preciso ter parcimônia com essas análises preliminares, pois, assim como para a alavancagem, para as três variáveis os testes de médias não rejeitaram a igualdade estatística entre grupos.

A Tabela 1 sugere que existem poucas diferenças nas características das empresas que compõem *Entrincheirado* = 1 e *Entrincheirado* = 0. As únicas diferenças estatísticas entre médias foram encontradas para as garantias, que são maiores nas empresas com *Entrincheirado* = 0 (em média 23,78%, ante 13,39% para *Entrincheirado* = 1) e para a participação dos 3 maiores acionistas, utilizada para calcular a influência do principal acionista (59,25% em média para *Entrincheirado* = 0, contra 50,67% para *Entrincheirado* = 1), nesse caso com valor p apenas menor que 0,10. Além disso, a moda dos setores também é diferente, contudo, havendo pouca diferença entre os pares de setores em *Entrincheirado* = 1 e *Entrincheirado* = 0. Se construção civil foi o setor mais comum em *Entrincheirado* = 1, com 9 empresas, há 7 empresas em *Entrincheirado* = 0. Já as 12 empresas fazem o setor de consumo não cíclico ser o mais comum em *Entrincheirado* = 0, com 8 empresas em *Entrincheirado* = 1. A distinção da composição setorial é pequena.

A Tabela 2 mostra os resultados para a estimação de (5). Abaixo dos coeficientes há os respectivos erros padrão, robustos para heterocedasticidade nas regressões MQO.

Tabela 2
Resultados das regressões de (5)

	AlavMerc		AlavCont	
	RE (1)	MQO (2)	RE (3)	MQO (4)
<i>Entincheirado</i>	-0,155** (0,076)	-0,246*** (0,061)	-0,098* (0,054)	-0,124*** (0,043)
<i>Influência</i>	-0,115* (0,065)	0,061 (0,057)	-0,066 (0,046)	-0,051 (0,044)
<i>Entincheirado × Influência</i>	0,258*** (0,098)	0,361*** (0,097)	0,214*** (0,069)	0,234*** (0,068)
Independência do CA	0,003 (0,008)	-0,028*** (0,006)	0,003 (0,006)	-0,017*** (0,005)
Tamanho do CA (em ln)	0,094** (0,039)	0,031 (0,032)	0,087*** (0,028)	0,045* (0,024)
ROA	-0,460*** (0,077)	-0,860*** (0,108)	-0,157*** (0,054)	-0,317*** (0,082)
Benefício fiscal	-0,955 (1,868)	-4,422** (1,716)	1,060 (1,321)	-0,809 (1,001)
Garantias	0,112* (0,067)	-0,056 (0,048)	0,138*** (0,048)	0,059* (0,035)
Ativo (em ln)	0,045*** (0,010)	0,050*** (0,006)	0,036*** (0,007)	0,042*** (0,005)
Alavancagem setorial (mediana) ^a	0,330*** (0,064)	0,448*** (0,081)	0,385*** (0,061)	0,525*** (0,087)
<i>Dummies</i> de ano	Sim	Sim	Sim	Sim
Constante	-0,945*** (0,211)	-0,927*** (0,126)	-0,820*** (0,153)	-0,826*** (0,110)
Observações	650	650	650	650
Quantidade de empresas	81		81	
R ²	0,237	0,337	0,271	0,309
χ^2 ou F (g.l.)	215,39*** (21)	16,34*** (21,628)	186,82*** (21)	10,01*** (21,628)
Breusch-Pagan LM (χ^2 [g.l.])	825,90*** (1)		950,74*** (1)	
Variação devido a μ_i	0,670		0,706	

Nota: *AlavMerc* e *AlavCont* são as alavancagens a valor de mercado e a valor contábil. *Entincheirado* é a variável que representa o entincheiramento do gestor e *Influência* é a influência do principal acionista da empresa. *RE* indica regressão em painel com efeitos aleatórios e *MQO* indica regressão por mínimos quadrados ordinários empilhados. Abaixo dos coeficientes, entre parênteses, há seus erros padrão (robustos em MQO). CA é a sigla para Conselho de Administração, e LM para multiplicador lagrangiano, um teste da validade dos coeficientes de RE contra MQO empilhados.

^a Medianas anuais da alavancagem a valor de mercado ou contábil de cada setor, a depender da regressão.

*** Valor $p < 0,01$, ** Valor $p < 0,05$, * Valor $p < 0,10$.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Todos os χ^2 e F indicam significância global, validando o modelo em todas as regressões ($\chi^2[21] = 215,39$ para RE [1] e $\chi^2[21] = 186,82$ para RE [3], e $F[21,628] = 16,34$ para MQO [2] e $F[21,628] = 10,01$ para MQO [4], valores $p < 0,01$). Já os testes de Breusch-Pagan indicam preferência por RE em relação à MQO ($\chi^2[1] = 825,90$ para a alavancagem a valor de mercado, e $\chi^2[1] = 950,74$ para a alavancagem contábil, valores $p < 0,01$). Ainda que as regressões RE e MQO sejam complementares, o teste reforça que características

intrínsecas das empresas são fatores importantes para a alavancagem (Lemmon et al., 2008). De fato, o termo μ_i representa 0,670 da variação da alavancagem de mercado entre as empresas, e 0,706 da alavancagem contábil.

A interação de *Entincheirado* com *Influência* tem associação positiva com a alavancagem nas 4 regressões (0,258 em RE [1], 0,361 em MQO [2], 0,214 em RE [3] e 0,234 em MQO [4]; todos os valores $p < 0,01$). Isto é, os resultados sugerem que gestores entincheirados tenham

aumentado a alavancagem na presença de maior influência do principal acionista (Zwiebel, 1996). Os resultados complementam Novaes (2003) e Novaes e Zingales (1995), que propõem a preferência dos gestores pela disciplina da dívida em comparação com a ameaça de tomada de controle. É válido destacar que os resultados das estimações persistem similares quando o Q de Tobin é incluído como variável de controle, para controlar oportunidades de crescimento, ou quando são adicionadas variáveis *dummy* de setor para controlar especificidades setoriais que não variam ao longo do tempo. Os resultados também permanecem similares se removidas as empresas com menos de 3 anos de dados.

Foi encontrado sinal negativo para os coeficientes de *Entrincheirado* em todas as regressões (-0,155 em RE [1], valor $p < 0,05$; -0,246 em MQO [2], valor $p < 0,01$; -0,098 em RE [3], valor $p < 0,10$; e -0,124 em MQO [4], valor $p < 0,10$). O resultado indica que, quando os gestores estão fortalecidos, podem reduzir a alavancagem de suas empresas, visando a atenuar o risco em seus cargos. O resultado se alinha à proposta de Jensen (1986) e Morellec (2003), que sugerem o papel disciplinador da dívida; gestores fortalecidos buscam evitar essa disciplina, se possível. Também se alinha a trabalhos empíricos a menor alavancagem em empresas com gestores dominantes, como Jiraporn et al. (2011), e reforça Agha (2011), que encontrou associação positiva entre remuneração sensível ao desempenho e à alavancagem, no caso, aqui, apontando que a remuneração pouco sensível ao desempenho é associada negativamente à alavancagem. Neste estudo, a política de remuneração de muitas empresas brasileiras não estaria alinhando as decisões de alavancagem ao que é ótimo para os acionistas.

Como é reconhecido que a estrutura de capital das empresas é persistente no tempo (Lemmon et al., 2008), o nível de alavancagem observado em determinado momento tende a refletir decisões gerenciais anteriores a esse momento. Dessa maneira, seguindo a lógica proposta

por Zwiebel (1996), é possível inferir pelos resultados que os gestores fortalecidos (quando *Entrincheirado* = 1) podem ter alcançado tal fortalecimento e conseguido maior proteção em seus cargos, tendo aumentado, historicamente, as alavancagens das empresas que dirigem. Já fortalecidos, podem reduzir a alavancagem para diminuir a disciplina da dívida, visto o coeficiente de *Entrincheirado*. Os resultados contrapõem, ainda, trabalhos que investigaram a concentração acionária, como La Bruslerie e Latrous (2012) e, no Brasil, Crisóstomo e Pinheiro (2015). A concentração de ações dos acionistas majoritários pode ter refletido mais o incentivo para esse acionista buscar benefícios privados do que a disciplina que exerce sobre os gestores.

Também é importante destacar que a similaridade entre as características das empresas que compõem *Entrincheirado* = 1 e *Entrincheirado* = 0, como observado na Tabela 1, reforçam que diferenças na alavancagem sejam atribuídas àquilo em que as empresas efetivamente se diferem, como a presença ou não de gestores fortalecidos, cujo uso histórico da alavancagem permitiu que se protegessem da influência do principal acionista. Além disso, *Entrincheirado* e *Influência* foram significativos mesmo nas regressões RE, onde os termos de erro intrínsecos μ_i podem ter capturado parte do efeito da proteção e autoridade dos gestores sobre a alavancagem.

Em termos práticos, um exercício para verificar o ajuste da alavancagem pelos gestores envolve calcular os efeitos marginais de *Entrincheirado* combinado a diversos níveis de *Influência* do principal acionista. Utilizando os coeficientes das regressões RE, devido aos resultados dos testes de Breusch-Pagan e às demais variáveis em suas médias, com o ano em sua moda (2018), construiu-se a Tabela 3, que apresenta os níveis de *Influência* em 5 percentis e as respectivas alavancagens calculadas sob *Entrincheirado* = 1 e *Entrincheirado* = 0 nesses percentis, permitindo que seus valores sejam comparados.

Tabela 3

Efeitos marginais de *Entrincheirado* sobre a alavancagem sob percentis de *Influência*

Percentil	Influência	AlavMerc			AlavCont		
		<i>Entrincheirado</i> = 1	<i>Entrincheirado</i> = 0	Diferença	<i>Entrincheirado</i> = 1	<i>Entrincheirado</i> = 0	Diferença
10	0,379	0,249	0,305	-0,056***	0,219	0,235	-0,016***
25	0,452	0,257	0,298	-0,041***	0,227	0,231	-0,003***
50	0,595	0,273	0,285	-0,013***	0,244	0,224	0,020***
75	0,807	0,303	0,261	0,042***	0,275	0,210	0,065***
90	0,957	0,330	0,239	0,092***	0,304	0,197	0,107***

Nota: As simulações foram realizadas no software Stata 14, portanto, seu cálculo não se limitou ao uso de 3 casas decimais, como apresentado na tabela. Os coeficientes vêm de RE (1) e RE (3). As colunas sob *AlavMerc* contêm as alavancagens a valor de mercado calculadas utilizando os parâmetros da regressão e controles em suas médias (moda para o ano), e em *AlavCont* há as alavancagens contábeis. *Entrincheirado* é a variável que representa o entrincheiramento do gestor e *Influência* é a influência do principal acionista da empresa. Os asteriscos indicam a diferença estatística entre as alavancagens de *Entrincheirado* = 1 e *Entrincheirado* = 0, com erros padrão do método delta.

*** = Valor $p < 0,01$.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Todas as diferenças dentro dos percentis são significativas (valores $p < 0,01$), destacando que a alavancagem quando o gestor está fortalecido (*Entrincheirado* = 1) é distinta de quando não está (*Entrincheirado* = 0). Nota-se que nos casos em que o gestor não está fortalecido, a alavancagem prevista diminui à medida que a *Influência* cresce. Por exemplo, considerando-a em valor de mercado, a alavancagem diminui de 0,305 nas empresas do percentil 10 de *Influência* para 0,239 nas empresas do percentil 90. No entanto, o oposto ocorre nos casos em que o gestor está fortalecido, onde a alavancagem aumenta de 0,249 para 0,330 entre os mesmos percentis. Isso sugere que os gestores fortalecidos alavancaram suas empresas buscando proteção, possivelmente para demonstrar comprometimento aos acionistas (Zwiebel, 1996).

Os resultados também reforçam a tendência dos gestores de evitar a dívida, pois as alavancagens são maiores para *Entrincheirado* = 0 do que para *Entrincheirado* = 1 nos percentis mais baixos de *Influência*. Sob menor risco de intervenção pelo principal acionista, os gestores optaram por evitar os riscos da dívida e, ainda assim, fortaleceram-se em seus cargos. No entanto, quando a influência do principal acionista é grande, sua disciplina se sobrepõe ao interesse dos gestores em diminuir a dívida, resultando em níveis maiores de alavancagem.

Uma análise derivada diz respeito ao efeito econômico de *Influência* e *Entrincheirado* sobre alavancagem das empresas. Isto é, verificar como a alavancagem da “empresa média”, já que os valores da Tabela 3 foram calculados considerando as demais variáveis do modelo em suas médias, responde a diferentes *Influência* e *Entrincheirado*. Observa-se nas empresas com gestores protegidos (*Entrincheirado* = 1) que a alavancagem a valor de mercado é aproximadamente 32,53% maior ($\approx [0,330 \div 0,249] - 1$) quando a influência do principal acionista é alta (percentil 90; *Influência* = 0,957) comparada ao momento em que

essa influência é baixa (percentil 10; *Influência* = 0,379). Quando analisada a alavancagem contábil, a alavancagem sob maiores níveis de *Influência* é em torno de 38,81% maior ($\approx [0,304 \div 0,219] - 1$).

Por outro lado, o inverso ocorre nas empresas com gestor desprotegido (*Entrincheirado* = 0), onde a alavancagem a valor de mercado é cerca de 21,63% maior sob níveis elevados de *Influência* ($\approx [0,239 \div 0,305] - 1$), sendo 16,17% maior na alavancagem contábil ($\approx [0,197 \div 0,235] - 1$). Os resultados dessa análise reforçam inferências anteriores e destacam, ainda, que o ajuste da alavancagem em relação a influência do principal grande acionista é mais sensível quando o gestor está fortalecido, possivelmente pela discricionariedade na empresa.

Além disso, é interessante considerar as diferenças entre as alavancagens a valor de mercado e a valor contábil. Enquanto a primeira pondera expectativas futuras refletidas no valor de mercado do patrimônio líquido, os valores contábeis retratam eventos e decisões passadas. As diferenças negativas menores na alavancagem contábil, e positivas já no percentil 50, reforçam que esses gestores historicamente tenham usado a alavancagem para fins de proteção, sem necessariamente a converter em criação futura de valor aos acionistas da empresa.

E, ainda que alguém possa sugerir que o principal acionista pode buscar benefícios privados à medida que sua influência aumenta, dada a diminuição da alavancagem entre percentis sob *Entrincheirado* = 0, seguindo como La Bruslerie & Latrous (2012), cabe ressaltar que os coeficientes de *Influência* só foram significativos em RE (1), sendo inconclusivos para inferências do tipo. Analisar tal coeficiente, contudo, não constituiu objetivo deste estudo, que investigou o efeito na alavancagem de gestores fortalecidos perante a governança corporativa, dado pelos coeficientes de *Entrincheirado*, e sua busca por proteção contra o grande acionista vindo dos coeficientes da interação com *Influência*.

5. CONCLUSÃO

Nesta pesquisa, uma amostra de empresas listadas brasileiras foi investigada para associar a alavancagem à necessidade dos gestores se protegerem contra intervenções do principal acionista. Os principais resultados indicam que embora gestores após se fortalecerem busquem atenuar os riscos da dívida, aumentam a alavancagem de suas empresas quando a influência do principal acionista é alta. Isso sugere que a alavancagem tenha sido historicamente usada para demonstrar comprometimento aos acionistas, assegurando os gestores em seus cargos ainda que a expectativa de criação de valor não venha a se converter em realidade. Conclui-se

que a alavancagem das empresas seja usada como forma de proteção pelos gestores.

Investigar o efeito do fortalecimento e da busca dos gestores por proteção sobre a alavancagem é algo inédito para o Brasil e trata de uma questão central da governança corporativa. Assim, os resultados implicam a importância de considerar a relação de agência entre gestores e acionistas quando investigados determinantes da estrutura de capital nas empresas brasileiras, principalmente quando se considera a existência de alavancagens ótimas para a criação de valor, complementando a Teoria do

Trade-Off. Também acrescentam à literatura ao indicar que gestores definem níveis de alavancagem pautados pelo risco de sofrer intervenções pelos grandes acionistas, e não apenas pelo risco de tomadas de controle como havia sido investigado até então. Isso implica semelhança na abordagem da alavancagem pela gestão mesmo em mercados de características distintas como são os casos brasileiro e norte-americano.

Para a prática, os resultados implicam que as empresas procurem calibrar sua governança corporativa interna, como a política de remuneração, de modo a conceder autoridade aos gestores sem que seja excessiva. A sugestão é válida principalmente quando não se tem um acionista com influência suficiente para disciplinar a gestão. Ademais, vale ressaltar que embora seja assumida a existência de alavancagens ótimas que maximizam o valor para os acionistas, o excesso de dívida pode levar a dificuldades financeiras e à falência. Então, deve-se buscar evitar que gestores alavanquem suas empresas em excesso apenas para proteção no cargo.

As limitações deste estudo envolvem o uso de uma amostra reduzida comparada a população devido à falta de dados, algo que também ocorreu em Berger et al (1997), e a dificuldade de identificar acordos e o tipo (individual ou institucional) dos grandes acionistas. Além disso, ainda devido à falta de dados, o estudo não considerou características específicas acerca do controle da empresa. Por fim, não foi possível identificar se determinado gestor foi apontado de modo unilateral para a sua posição, o que poderia vir a acontecer em empresas familiares, por exemplo.

Apesar das limitações, os resultados apresentados podem pavimentar estudos futuros sobre decisões gerenciais de alavancagem. Por exemplo, explorando a relação entre os grandes acionistas, que pode incentivar o monitoramento entre pares ou a atuação em conluio com a gestão contra os minoritários. Também podem aprofundar a dominância dos gestores sobre os demais mecanismos internos de governança corporativa, reforçando contribuições à prática.

REFERÊNCIAS

- Agha, M. (2011). Leverage, executive incentives and corporate governance. *Accounting & Finance*, 53(1), 1-30. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2011.00450.x>
- Aghion, P., & Tirole, J. (1997). Formal and real authority in organizations. *Journal of Political Economy*, 105(1), 1-29. <https://doi.org/10.1086/262063>
- Bebchuk, L., Cohen, A., & Ferrell, A. (2009). What matters in corporate governance? *The Review of Financial Studies*, 22(2), 783-827. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn099>
- Berger, P., Ofek, E., & Yermack, D. (1997). Managerial entrenchment and capital structure decisions. *The Journal of Finance*, 52(4), 1411-1438. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb01115.x>
- Boateng, A., Cai, H., Borgia, D., Bi, X., & Ngwu, F. (2017). The influence of internal corporate governance mechanisms on capital structure decisions of Chinese listed firms. *Review of Accounting and Finance*, 16(4), 444-461. <http://dx.doi.org/10.1108/RAF-12-2015-0193>
- Brailsford, T., Oliver, B., & Pua, S. (2002). On the relation between ownership structure and capital structure. *Accounting & Finance*, 42(1), 1-26. <https://doi.org/10.1111/1467-629X.00001>
- Cameron, A., & Trivedi, P. (2005). *Microeconometrics: Methods and applications*. Cambridge University Press.
- Chintrakarn, P., Jiraporn, P., & Singh, M. (2014). Powerful CEOs and capital structure decisions: Evidence from the CEO pay slice (CPS). *Applied Economics Letters*, 21(8), 564-568. <https://doi.org/10.1080/13504851.2013.875102>
- Crisóstomo, V., & Pinheiro, B. (2015). Estrutura de capital e concentração de propriedade da empresa brasileira. *Revista de Finanças Aplicadas*, 4(1), 1-30. <https://ssrn.com/abstract=2912995>
- Feng, Y., Hassan, A., & Elamer, A. (2020). Corporate governance, ownership structure and capital structure: Evidence from Chinese real estate listed companies. *International Journal of Accounting & Information Management*, 28(4), 759-783. <http://dx.doi.org/10.1108/IJAIM-04-2020-0042>
- Frank, M., & Goyal, V. (2009). Capital structure decisions: Which factors are reliably important? *Financial Management*, 38(1), 1-37. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x>
- Garvey, G., & Hanka, G. (1999). Capital structure and corporate control: The effect of antitakeover statutes on firm leverage. *The Journal of Finance*, 54(2), 519-546. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00116>
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-156. <https://doi.org/10.1162/00335530360535162>
- Grossman, S., & Hart, O. (1980). Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation. *The Bell Journal of Economics*, 11(1), 42-64. <https://doi.org/10.2307/3003400>
- Grossman, S., & Hart, O. (1982). Corporate financial structure and managerial incentives. In J. McCall (Ed.), *The economics of information and uncertainty* (pp. 107-140). University of Chicago Press. <http://www.nber.org/chapters/c4434>
- Hart, O. (1996). Theories of optimal capital structure: A managerial discretion perspective. In B. Allen (Ed.), *Economics in a changing world* (pp. 204-235). Palgrave Macmillan. https://doi.org/10.1007/978-1-349-25168-1_10
- Hermalin, B., & Weisbach, M. (1998). Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. *The*

- American Economic Review*, 88(1), 96-118. <https://www.jstor.org/stable/116820>
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76, 323-329. <https://www.jstor.org/stable/1818789>
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jensen, M., & Murphy, K. (1990). Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2), 225-264. <https://doi.org/10.1086/261677>
- Jiraporn, P., Chintrakarn, P., & Liu, Y. (2011). Capital structure, CEO dominance, and corporate performance. *Journal of Financial Services Research*, 42(3), 139-158. <https://doi.org/10.1007/s10693-011-0109-8>
- Jiraporn, P., & Liu, Y. (2008). Capital structure, staggered boards, and firm value. *Financial Analysts Journal*, 64(1), 49-60. <https://doi.org/10.2469/faj.v64.n1.7>
- La Bruslerie, H., & Latrous, I. (2012). Ownership structure and debt leverage: Empirical test of a trade-off hypothesis on French firms. *Journal of Multinational Financial Management*, 22(4), 111-130. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2012.06.001>
- Lemmon, M., Roberts, M., & Zender, J. (2008). Back to the beginning: Persistence and the cross-section of corporate capital structure. *The Journal of Finance*, 63(4), 1575-1608. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01369.x>
- Li, T., Munir, Q., & Karim, M. (2017). Nonlinear relationship between CEO power and capital structure: Evidence from China's listed SMEs. *International Review of Economics & Finance*, 47, 1-21. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2016.09.005>
- Mello, C., & Carvalho, A. (2014). Considerações sobre o controle difuso, as "poison pills" e as "hostile take over bids" no mercado de capitais brasileiro. In M. Siqueira (Org.), *Brasil S/A: Guia de acesso ao mercado de capitais para companhias brasileiras* (pp. 157-170). Donnelley Financial Solutions. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2578311>
- Morellec, E. (2003). Can managerial discretion explain observed leverage ratios? *Review of Financial Studies*, 17(1), 257-294. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhg036>
- Murphy, K. (1985). Corporate performance and managerial remuneration. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1-3), 11-42. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(85\)90026-6](https://doi.org/10.1016/0165-4101(85)90026-6)
- Novaes, W. (2003). Capital structure choice when managers are in control: Entrenchment versus efficiency. *The Journal of Business*, 76(1), 49-82. <http://www.jstor.org/stable/10.1086/344113>
- Novaes, W., & Zingales, L. (1995). *Capital structure choice when managers are in control: Entrenchment versus efficiency* (NBER Working Paper 5384). National Bureau of Economic Research. https://www.nber.org/system/files/working_papers/w5384/w5384.pdf
- Pindado, J., & De La Torre, C. (2011). Capital structure: New evidence from the ownership structure. *International Review of Finance*, 11(2), 213-226. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2443.2010.01115.x>
- Prociandy, J., & Schnorrenberger, A. (2004). A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras. *Revista Brasileira de Economia*, 58, 122-146. <https://doi.org/10.1590/S0034-71402004000100006>
- Rajan, R. & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>
- Sampaio, T. (2022). *Estrutura de capital, governança corporativa e concentração de propriedade das empresas brasileiras* (Dissertação de Mestrado). Universidade Federal do Ceará. <http://www.repositorio.ufc.br/handle/riufc/66548>
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1989). Management entrenchment: The case of manager-specific investments. *Journal of Financial Economics*, 25(1), 123-139. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(89\)90099-8](https://doi.org/10.1016/0304-405X(89)90099-8)
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Silveira, A., Perobelli, F., & Barros, L. (2008). Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital: Evidências empíricas no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, 12, 763-788. <https://doi.org/10.1590/S1415-6552008000300008>
- Stulz, R. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26(1), 3-27. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90011-N](https://doi.org/10.1016/0304-405X(90)90011-N)
- Tayachi, T., Hunjra, A., Jones, K., Mehmood, R., & Al-Faryan, M. (2021). How does ownership structure affect the financing and dividend decisions of firm? *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 21(3), 729-746. <http://dx.doi.org/10.1108/JFRA-09-2021-0291>
- Tosun, O. (2015). The effect of CEO option compensation on the capital structure: A natural experiment. *Financial Management*, 45(4), 953-979. <https://doi.org/10.1111/fima.12116>
- Vieira, K., Velasquez, M., Losekann, V., & Ceretta, P. (2011). A influência da governança corporativa no desempenho e na estrutura de capital das empresas listadas na Bovespa. *Revista Universo Contábil*, 7(1), 46-67. <http://dx.doi.org/10.4270/ruc.20117>
- Zwiebel, J. (1996). Dynamic capital structure under managerial entrenchment. *The American Economic Review*, 86(5), 1197-1215. <https://www.jstor.org/stable/2118286>