



UNIVERSIDADE FEDERAL DE GOIÁS
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CIÊNCIAS CONTÁBEIS E CIÊNCIAS
ECONÔMICAS
CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS

THÁLITA SILVA DAMACENO

ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS COM CONCENTRAÇÃO DE
PROPRIEDADE

Goiânia - GO
2023



UNIVERSIDADE FEDERAL DE GOIÁS
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CIÊNCIAS CONTÁBEIS E CIÊNCIAS ECONÔMICAS

TERMO DE CIÊNCIA E DE AUTORIZAÇÃO PARA DISPONIBILIZAR VERSÕES ELETRÔNICAS DE TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO DE GRADUAÇÃO NO REPOSITÓRIO INSTITUCIONAL DA UFG

Na qualidade de titular dos direitos de autor, autorizo a Universidade Federal de Goiás (UFG) a disponibilizar, gratuitamente, por meio do Repositório Institucional (RI/UFG), regulamentado pela Resolução CEPEC no 1240/2014, sem ressarcimento dos direitos autorais, de acordo com a Lei no 9.610/98, o documento conforme permissões assinaladas abaixo, para fins de leitura, impressão e/ou download, a título de divulgação da produção científica brasileira, a partir desta data.

O conteúdo dos Trabalhos de Conclusão dos Cursos de Graduação disponibilizado no RI/UFG é de responsabilidade exclusiva dos autores. Ao encaminhar o produto final, a autora e o orientador firmam o compromisso de que o trabalho não contém nenhuma violação de quaisquer direitos autorais ou outro direito de terceiros.

1. Identificação do Trabalho de Conclusão de Curso de Graduação (TCCG)

Nome completo da autora: Thálita Silva Damaceno

Título do trabalho: ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS COM CONCENTRAÇÃO DE PROPRIEDADE

2. Informações de acesso ao documento (este campo deve ser preenchido pelo orientador) Concorda com a liberação total do documento [X] SIM [] NÃO¹

[1] Neste caso o documento será embargado por até um ano a partir da data de defesa. Após esse período, a possível disponibilização ocorrerá apenas mediante: a) consulta ao(à)(s) autor(a)(es)(as) e ao(à) orientador(a); b) novo Termo de Ciência e de Autorização (TECA) assinado e inserido no arquivo do TCCG. O documento não será disponibilizado durante o período de embargo.

Casos de embargo:

- Solicitação de registro de patente;
- Submissão de artigo em revista científica;
- Publicação como capítulo de livro.

Obs.: Este termo deve ser assinado no SEI pelo orientador e pelo autor.



Documento assinado eletronicamente por **Thalita Silva Damaceno, Discente**, em 09/08/2023, às 15:00, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Dermeval Martins Borges Junior, Professor do Magistério Superior**, em 09/08/2023, às 16:38, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site

[https://sei.ufg.br/sei/controlador_externo.php?](https://sei.ufg.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0)

[acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0](https://sei.ufg.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0), informando o código verificador **3948767** e o código CRC **C71C0542**.

Referência: Processo nº 23070.044176/2023-40

SEI nº 3948767

THÁLITA SILVA DAMACENO

ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS COM CONCENTRAÇÃO DE
PROPRIEDADE

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Curso de Ciências Contábeis da Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas da Universidade Federal de Goiás como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Dermeval Martins Borges Junior

Goiânia - GO
2023

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor, através do Programa de Geração Automática do Sistema de Bibliotecas da UFG.

Damaceno, Thálita Silva

Estrutura de capital das empresas com concentração de propriedade [manuscrito] / Thálita Silva Damaceno. - 2023.
25 f.

Orientador: Prof. Dr. Dermeval Martins Borges Júnior.

Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) - Universidade Federal de Goiás, Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas (FACE), Ciências Contábeis, Goiânia, 2023.
Bibliografia.

Inclui tabelas.

1. Concentração de propriedade. 2. Estrutura de Capital. 3. Gestão Financeira. I. Borges Júnior, Dermeval Martins , orient. II. Título.

CDU 657



UNIVERSIDADE FEDERAL DE GOIÁS
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CIÊNCIAS CONTÁBEIS E CIÊNCIAS ECONÔMICAS

ATA DE DEFESA DE TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

ATA DE DEFESA DA MONOGRAFIA/ARTIGO COMO REQUISITO PARA CUMPRIMENTO DA DISCIPLINA “TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO II” (FAC0259)

Aos nove dias do mês de agosto do ano de dois mil e vinte e três iniciou-se a sessão pública de defesa do Trabalho de Conclusão de Curso II (TCC II) intitulado “**ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS COM CONCENTRAÇÃO DE PROPRIEDADE**”, de autoria da discente **Thálita Silva Damaceno**, matrícula **201511229** do curso de Ciências Contábeis, da Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas da UFG. Os trabalhos foram instalados pelo presidente da banca **Prof. Dr. Dermeval Martins Borges Júnior – orientador (FACE/UFG)** com a participação dos demais membros da Banca Examinadora: **Profa. Dra. Tatiane Bento da Costa (FACE/UFG)** e **Prof. Dr. Geovane Camilo dos Santos (UFF)**.

Após exposição de quinze minutos, a discente foi arguida oralmente pelos membros da Banca Examinadora. Nesta arguição a Banca buscou aferir a suficiência de conhecimento e a capacidade de sistematização do tema desenvolvido pela discente em seu TCC II. Após realização dos comentários de cada um dos professores examinadores, a Banca reuniu-se reservadamente e atribuiu a nota final de **8,00 (oito pontos)**, tendo sido o TCC II considerado **aprovado**.

Proclamados os resultados, os trabalhos foram encerrados e, para constar, lavrou-se a presente ata que segue assinada pelos membros da Banca Examinadora.



Documento assinado eletronicamente por **Dermeval Martins Borges Junior, Professor do Magistério Superior**, em 09/08/2023, às 11:07, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Tatiane Bento Da Costa, Professor do Magistério Superior**, em 09/08/2023, às 11:08, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Geovane Camilo dos Santos, Usuário Externo**, em 09/08/2023, às 11:09, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site https://sei.ufg.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **3948762** e o código CRC **6403AB59**.

RESUMO

O objetivo desta pesquisa é verificar se existe diferença na estrutura de capital de empresas com propriedade concentrada em relação as demais. Para isso, foram coletados dados sobre *debt-equity ratio* e sobre o percentual de concentração de propriedade do maior acionista de empresas brasileiras de capital aberto listadas no Brasil, Bolsa e Balcão [B3]. A amostra do estudo contemplou dados de todas as empresas brasileiras de capital aberto disponíveis na base Economática® no período de 2018 a 2022, totalizando 1.940 observações empresa-ano. Os dados foram analisados por meio de estatísticas descritivas, teste t de diferenças de médias e teste não paramétrico de Mann-Whitney. Os resultados indicaram que não há diferenças entre a estrutura de capital das empresas com concentração de propriedade em comparação as demais. Diante do exposto, esta pesquisa contribui para a literatura, uma vez que, amplia os resultados sobre a temática de finanças corporativas no ambiente científico brasileiro.

Palavras-chave: Concentração de propriedade. Estrutura de Capital. Gestão Financeira.

ABSTRACT

The objective of this research is to examine the capital structure of companies with ownership concentration, to verify if there are differences with respect to the others. For this purpose, data were collected on the debt-equity ratio and the percentage of ownership concentration of the largest shareholder of Brazilian public companies listed on the B³. The study sample included data from all Brazilian publicly traded companies available in the Economatica database from 2018 to 2022, for a total of 1,940 firm-year observations. The data were analyzed using descriptive statistics, t-test of differences in means, and non-parametric Mann-Whitney test. The results indicated that there are no differences between the capital structure of companies with concentrated ownership and the others. In view of the above, this research contributes to the literature, since it expands the results on the theme of corporate finance in the Brazilian scientific environment.

Keywords: Ownership concentration. Property Concentration. Financial Management.

LISTA DE TABELAS

| | |
|---|----|
| Tabela 1. Variáveis do estudo | 17 |
| Tabela 2. Estatísticas descritivas para as variáveis em análise. | 19 |
| Tabela 4. Diferenças de médias entre as companhias com alta e baixa concentração de propriedade. | 19 |
| Tabela 5. Teste de Mann-Whitney para o índice de concentração. | 20 |

SUMÁRIO

| | | |
|----------|---|-----------|
| 1 | INTRODUÇÃO..... | 11 |
| 2 | REFERENCIAL TEÓRICO | 12 |
| 2.1 | Avanço dos estudos sobre estrutura de capital..... | 12 |
| 2.2 | Estrutura de capital e concentração de propriedade..... | 13 |
| 2.3 | Estudos anteriores..... | 14 |
| 3 | METODOLOGIA | 16 |
| 2.1 | Avanço dos estudos sobre estrutura de capital..... | 16 |
| 2.2 | Estrutura de capital e concentração de propriedade..... | 17 |
| 2.3 | Estudos anteriores..... | 18 |
| 4 | RESULTADOS E DISCUSSÕES | 19 |
| 5 | CONSIDERAÇÕES FINAIS..... | 21 |
| | REFERÊNCIAS..... | 23 |

1 INTRODUÇÃO

A concentração de propriedade no Brasil é alta, ou seja, a participação relevante de capital da empresa encontra-se em poder de um acionista ou em pequenos grupos de investidores (ASSAF NETO, 2014). Procianoy e Schnorrenberger (2004) afirmam que existe uma influência estatisticamente significativa da estrutura de controle acionário sobre as decisões de estrutura de capital, bem como a influência de variáveis relativas à lucratividade, tamanho, ano e setor, como aspectos determinantes das decisões de estrutura de capital das empresas no mercado brasileiro.

Essa influência instiga investigações acerca da estrutura de capital das empresas composta por suas fontes de financiamento a longo prazo que podem ser provenientes de capitais de terceiros e de capitais próprios. Nesse sentido os achados dos estudos de Crisóstomo e Pinheiro (2015) e Jardim, Nakamura e Azevedo (2023) constataram que a concentração de propriedade influencia no nível de endividamento das empresas brasileiras.

A estrutura de capital das empresas, bem como a concentração de propriedade abrange investigações sobre diversos enfoques temáticos. Crisóstomo e Pinheiro (2015), analisaram se a concentração de propriedade impactava a estrutura de capital da empresa. Palhares *et al.* (2019), foi em busca de identificar os fatores da governança corporativa que afetam a quantidade de *covenants* financeiro das debêntures e utilizou variáveis de concentração de propriedade na análise de sua pesquisa. Viana Junior *et. al* (2020), investigou a relação da concentração de propriedade com a variação de desempenho antes e após *Initial Public Offering* (IPO). Ribeiro *et al.* (2021), buscou identificar a influência exercida pela concentração de propriedade e pelo nível de governança corporativa sobre o endividamento das empresas no segmento de energia elétrica. Borja, Carvalho e Machado (2022), visaram identificar os fatores determinantes da estrutura de capital nas empresas em recuperação judicial. Jardim, Nakamura e Azevedo (2023), analisaram se a estrutura de capital das empresas é influenciada pelo nível de concentração de propriedade.

Este trabalho, apesar de possuir semelhanças com os estudos de Crisóstomo e Pinheiro (2015) e Jardim, Nakamura e Azevedo (2023) pois ambos verificam a influência da concentração de propriedade sob a estrutura de capital, se distingue, ao propor verificar se há diferença de estrutura de capital das empresas com concentração de propriedade face aos demais. Nesse contexto, observa-se que concentração de propriedade vem sendo investigada como um dos fatores determinantes para análise de estrutura de capital das empresas. Visto o

exposto, este estudo pretende responder à seguinte questão de pesquisa: existem diferenças na estrutura de capital das empresas com concentração de propriedade em relação as demais? Para responder à questão de pesquisa proposta, o estudo tem como objetivo principal verificar se existe diferença na estrutura de capital de empresas com propriedade concentrada em relação as demais. A pesquisa contribui para a expansão de informações acerca da estrutura de capital das empresas brasileiras nos últimos anos. Isso porque auxilia na compreensão geral do cenário financeiro empresarial no Brasil e a orientar a tomada de decisões. Com base nisso, pode auxiliar gestores financeiros na análise do impacto da concentração de propriedade na estrutura de capital do negócio.

Adicionalmente contribui com o aumento do acervo teórico da área de finanças corporativas, podendo auxiliar em estudos futuros sobre a temática. Isso porque é comum pesquisas sobre estrutura de capital em países desenvolvidos, enquanto essa pesquisa se destaca ao analisar empresas brasileiras que tendem a depender mais de capital de terceiros, logo os achados neste estudo podem ser relevantes para o mercado em países emergentes (MEDEIROS *et. al.*, 2019).

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Esta seção tem como objetivo servir de base teórica para o presente estudo, estando constituída por três tópicos. O primeiro traz conceito e os avanços dos estudos sobre estrutura de capital. O segundo correlaciona a estrutura de capital e a concentração de propriedade. O terceiro tópico apresenta os estudos anteriores acerca da relação entre a estrutura de capital e a concentração de propriedade.

2.1 Avanço dos estudos sobre estrutura de capital

O estudo de Modigliani e Miller (1958) foi um marco para os estudos sobre estrutura de capital, uma vez que afirma que o valor da empresa não é impactado pelas suas fontes de financiamento. No entanto, diante das discrepâncias identificadas em 1963, Modigliani e Miller (1963) compartilharam um novo estudo levando em consideração o efeito do benefício fiscal, originado pelas taxas de juros que impactam o endividamento (MODIGLIANI; MILLER, 1963). Tais afirmações desencadearam diversos estudos sobre a existência de uma estrutura ótima de capital e seus fatores determinantes. Estudos subsequentes desenvolveram teorias que

apresentaram novas óticas aos modelos de Modigliani e Miller, destacando-se a Teoria da Agência, a Teoria do *Trade-off* e do *Pecking Order*.

Na proposta de Jensen e Meckling (1976), uma empresa é composta por um conjunto de relações entre agentes, o comportamento dos executivos e acionistas geram custos de agência. Os custos de agência podem ser reduzidos por meio da ampliação da participação dos executivos no capital da empresa, com o intuito de alinhar os interesses entre os acionistas e executivos, ou pelo aumento do endividamento a fim de reduzir o fluxo de caixa para estimular a tomada de decisão ótima por parte dos executivos em face ao risco de falência (JENSEN; MECKLING, 1976 e JENSEN, 1986). Com isso, temos a utilização de capital de terceiros e próprio como base para análise da estrutura de capital.

Com base na Teoria de *Trade-off*, Myers (1984) indica o equilíbrio entre os benefícios fiscais e os custos de dívidas, a fim de encontrar uma combinação ótima entre as fontes de financiamentos internas e externas. Segundo Colombo *et al.* (2021), o aumento do valor da empresa é proporcional ao aumento do endividamento e do benefício fiscal, mas existe um nível ótimo de endividamento para que os custos das dívidas não comprometam a empresa.

Nesse sentido, distintamente da Teoria de *Trade-off*, a Teoria de *Pecking Order* aponta que devido a assimetria de informação é preferível a utilização do capital próprio como fonte de financiamento e posteriormente a utilização de capital de terceiros (MYERS; MAJLUF, 1984). Crisóstomo e Pinheiro (2015) afirmam que o medo de perder o controle conduz as empresas a terem um comportamento voltado para a *Pecking Order*. Ellili (2020) afirma que a estrutura de capital representa uma das decisões financeiras mais relevantes para a empresa, a combinação entre capital interno e externo pode resultar na redução do custo de capital e consequentemente impactar na maximização do valor da firma.

2.2 Estrutura de capital e concentração de propriedade

Assaf Neto (2014) define que o capital de uma empresa pode estar pulverizado, ou seja, suas ações estão espalhadas entre muitos acionistas, ou concentrado, situação na qual suas ações relevantes estão representadas por um único investidor ou por pequenos grupos de investidores. A concentração de propriedade de acordo com Brandão (2022) é o percentual de propriedade dos acionistas principais de uma empresa. No ponto de vista de propriedade, para Jardim, Nakamura e Azevedo (2023), a estrutura de capital é definida pelos objetivos dos acionistas que detém o controle.

Sant'Ana (2016) afirma que as interações entre os detentores de capital e os executivos da empresa podem resultar em conflitos, visto que os acionistas controladores podem recorrer a táticas que os beneficiem ao invés de priorizar os interesses da companhia e dos demais investidores. A concentração de propriedade e a identidade do investidor majoritário é determinante para a estrutura de capital. Nesse sentido, Ribeiro *et. al.* (2021) ponderam que a concentração de propriedade fornece ao investidor majoritário maior poder de agência, no sentido em que pode influenciar no aumento da remuneração do capital próprio por intermédio de alavancagem financeira.

A estrutura de capital das companhias pode ser vantajosa na medida que há uma gestão eficiente e capacitada para solucionar os conflitos de interesse entre investidores e executivos (CRISÓSTOMO; PINHEIRO, 2015). Desse modo, para Cunha e Rodrigues (2018), quando a propriedade de uma empresa está concentrada nas mãos de poucos investidores existe menor separação entre investidores e os executivos, reduzindo então a assimetria de informações, uma vez que o acesso ao conhecimento sobre a empresa é mais equilibrado. Desta forma, existe uma tendência a redução do comportamento oportunista, no qual os investidores têm menos incentivos para se engajar em práticas prejudiciais ou abusivas, tendo em vista que há uma maior transparência e supervisão entre eles.

2.3 Estudos anteriores

Ao longo dos anos, alguns estudos foram desenvolvidos em torno da temática da estrutura de capital e da concentração de propriedade. Crisóstomo e Pinheiro (2015), sob o enfoque dos conflitos de agência, analisaram os dados de 266 empresas entre 1996 e 2012, a fim de verificar se a concentração de propriedade tinha impactos sobre a estrutura de capital. O estudo propôs como hipótese que existe efeito favorável da concentração de propriedade sobre a captação de dívidas e que existe um limite sobre a capacidade de utilização de capital de terceiros para que não tenha um efeito adverso. Os resultados encontrados mostraram que a concentração de propriedade apresenta relação proporcional positiva sobre o endividamento. Além disso, os autores elencaram que a insuficiência de fluxo de caixa e a resistência à emissão de ações por parte dos acionistas majoritários são possíveis justificativas para o resultado obtido.

Sant'Ana *et. al.* (2016) buscaram verificar se a concentração de propriedade tem impacto no desempenho das empresas do setor elétrico. Para isso, foram analisadas 22 empresas

brasileiras de capital aberto do ramo de energia elétrica entre os anos de 2010 e 2014. Os resultados obtidos indicaram que o maior percentual de capital dessas empresas encontra-se em posse de dois acionistas. Identificaram ainda relações positivas e negativas entre a concentração de propriedade e o desempenho, uma vez que, pela métrica do Q de Tobin, quando em posse de um acionista têm-se uma relação positiva, sendo que a relação se torna negativa quando há posse de dois acionistas, justificada conceitualmente pela assimetria informacional.

Os achados de Silva e Iquiapaza (2019) evidenciaram que a concentração de propriedade tem um impacto negativo sob os níveis de endividamento total e de longo prazo das 100 empresas não financeiras listadas na BM&FBovespa entre os anos de 2011 e 2015. Eles analisaram as relações entre a concentração de propriedade e estrutura da capital sob a ótica da teoria da agência. Os achados mostraram que o excesso de ações ordinárias aproxima os investidores controladores dos executivos, aumentando a assimetria informacional em relação aos investidores minoritários, com impactos em uma possível expropriação.

Palhares *et. al.* (2019) buscaram identificar os fatores que afetam a quantidade de *covenants* financeiros nos contratos de debêntures das empresas não financeiras da B3 que emitiram debêntures simples de oferta pública destinada ao público em geral e para distribuição com esforços restritos. Para a obtenção das informações sobre emissão de debêntures, os autores consideraram os períodos de 2011 a 2017, enquanto para as informações sobre concentração de propriedade e características econômico-financeiras considerou-se os períodos de 2010 a 2016. Os resultados encontrados demonstraram que as variáveis de concentração de propriedade, o tamanho e a independência do conselho de administração influenciam a quantidade de cláusulas de *covenants* financeiro contidas na emissão de debêntures.

Viana Junior *et. al.* (2020) averiguaram a relação entre a concentração de propriedade e variação de desempenho antes e após IPO de 55 empresas listadas na B3, sendo que para a análise foram considerados dados de dois anos antes e dois anos após o IPO. Também foram utilizados dados de 2004 a 2015. Os autores constataram que, a concentração de propriedade não exerceu nenhuma influência sobre o desempenho, enquanto com base no ROA e ROE foi identificado uma redução de desempenho após o IPO.

A pesquisa de Dias *et. al.* (2021) averiguou se a concentração acionária e a composição do conselho de administração da companhia impactam no nível de exportação. Foram analisadas 307 empresas no modelo *logit* e 61 empresas no modelo *tobit* no período de 2010 a 2017. A partir disso, eles constataram que a presença de membros independentes no conselho impacta positivamente as exportações, enquanto a concentração de propriedade tem influência ambígua a depender da quantidade de concentração.

Ribeiro *et. al.* (2021) exploraram a influência da concentração de propriedade e do nível de governança corporativa sobre o endividamento de 58 empresas do setor de energia elétrica listadas na B3 entre os anos de 2012 e 2017. Os resultados indicaram que a concentração de propriedade e a governança corporativa impactam no nível de endividamento geral.

Brandão (2022), analisou a evolução dos estudos sobre a estrutura de capital das empresas no mercado de capitais brasileiro. Foram analisados 179 artigos publicados entre 1998 e 2020. Os resultados evidenciaram que a concentração de propriedade é a dimensão mais estudada e que sua relação com a estrutura de capital é inconclusiva, pois os resultados a cerca dessa relação são divergentes. Albanez e Schiozer (2022) investigaram se o nível de concentração de propriedade determina a existência e a intensidade de *covenants* em contratos de dívidas de 278 empresas no período de 2007 a 2018 listadas na B3, com a constatação de que quanto maior a concentração de propriedade menor é a probabilidade da existência de *covenants* de dívida.

Jardim, Nakamura e Azevedo (2023) verificaram se a estrutura de capital de 104 empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA entre 2008 e 2014 é influenciada pela concentração de propriedade. Os resultados encontrados concluem que existe relação positiva entre a concentração de propriedade e o endividamento das empresas.

3 METODOLOGIA

Nesta seção é apresentada a classificação e definição da pesquisa; a descrição das variáveis; e os procedimentos de análises.

3.1 Classificação e definição da pesquisa

Quanto à abordagem, esta pesquisa é classificada como quantitativa, uma vez que os dados utilizados são numéricos, quantificáveis e foi empregado métodos estatísticos para obtenção dos resultados propostos (SILVA; MENEZES, 2005). No que tange ao objetivo, este estudo pode ser classificado como descritivo, pois segundo Gil (2008) o intuito de pesquisas descritivas são verificar a existência de associação entre variáveis bem como analisar as características de determinada população.

No que tange o processo de coleta de dados, neste trabalho foram obtidos dados secundários. As fontes secundárias são dados já existentes, coletados de fontes primárias e

disponibilizados em bancos de dados, arquivos, relatórios, entre outros (GIL, 2008) Por fim, foi empregado neste estudo o método estatístico, para análise dos dados coletados. Esse método apresenta nível de precisão razoável devido a probabilidade de acerto de determinada conclusão e a margem de erro dos valores obtidos, e por isso é amplamente aceitável por pesquisadores com preocupações de ordem quantitativa (BORGES JUNIOR, 2017).

Desta forma, foram coletados dados de companhias abertas brasileiras listadas na B3 no período de 2018 a 2022, os quais totalizaram 1.940 observações empresa-ano. Os dados foram obtidos da base de dados Economática®. O período considerado para análise foi definido conforme disponibilidade dos dados, com intuito de averiguar se há diferença na estrutura de capital de companhias com concentração de propriedade em relação às demais, favorecendo os anos mais recentes.

3.2 Descrição das variáveis

Para atingir o objetivo deste estudo, de examinar a estrutura de capital de empresas brasileiras com concentração de propriedade, a fim de verificar se existem diferenças em relação às demais, foram utilizadas para análise as variáveis apresentadas na tabela 1:

Tabela 1. Variáveis do estudo

| Variáveis | Medida | Descrição |
|--------------------------|---|---|
| Propriedade | Quantidade de ações do maior acionista / Total de ações em circulação | % de propriedade do maior acionista |
| Concentração | 1 - Possui alta concentração de propriedade 0 - Possui baixa concentração de propriedade | Variável <i>dummy</i> , definida pelo resultado de propriedade. Se o % de propriedade for maior ou igual a 70% há alta concentração de propriedade e se menor que 70% há baixa concentração de propriedade. |
| <i>Debt-equity ratio</i> | Passível exigível total / Patrimônio Líquido | Grau de endividamento |

Fonte: elaborada pela autora

A variável de propriedade tem o intuito de verificar o percentual de propriedade detido pelo maior acionista da empresa, ou seja, demonstra a o percentual do maior acionista na empresa, conforme utilizada por Vieira *et. al.* (2011). E a partir da variável propriedade foi criada a variável *dummy* utilizada para segregação das amostras denominada variável concentração que evidencia o grau de concentração de propriedade, sendo estabelecido com valor 1 observações empresa-ano com alta concentração de propriedade, isto é, percentual de

propriedade acima ou igual a 70% e valor 0 para baixa concentração de propriedade, cujo percentual de propriedade é inferior a 70%.

Por fim, tem-se a variável *debt-equity ratio* que representa a razão entre o passivo exigível sobre o patrimônio líquido para representar a estrutura de capital, conforme proposto no estudo de Jorge e Armada (2001). Vale ressaltar que com o intuito de mitigar problemas que pudessem advir de *outliers*, para esta variável foi aplicada a técnica de winsorização ao limite de 0,025, com o propósito de não excluir da amostra as observações discrepantes.

3.3 Procedimento de análise

Para a análise das variáveis propostas foram utilizadas estatística descritiva, teste t de diferença de média e o teste não paramétrico de Mann-Whitney, a fim de verificar a existência ou não de diferença na estrutura de capital de empresas com concentração de propriedade em relação as demais.

O teste t possibilita a verificação de diferença entre médias de duas amostras, a fim de definir a hipótese da pesquisa e o nível de significância para identificar se há ou não diferença na média da variável de estrutura de capital entre as empresas com alta concentração de propriedade em relação às demais. Definiu-se como hipótese nula (H_0) que a média de *debt-equity ratio* entre as empresas com alta e baixa concentração de propriedade são iguais, enquanto para hipótese alternativa (H_a) tem-se que a média de *debt-equity ratio* entre as empresas com alta e baixa concentração de propriedade são diferentes.

Para fins de robustez, utilizou-se o teste de Mann-Whitney, a fim de verificar se os resultados obtidos no teste t são corroborativos através de outra ótica, visto que, são utilizadas as somas dos postos das medianas para verificação de diferenças na distribuição entre as amostras, ao invés das médias. Definiu-se como hipótese nula (H_0) que a soma dos postos das medianas de *debt-equity ratio* entre as empresas com alta e baixa concentração de propriedade são iguais, caso a hipótese nula não atinja o nível nominal de 10% de significância tem-se para hipótese alternativa (H_a) que a soma dos postos das medianas de *debt-equity ratio* entre as empresas com alta e baixa concentração de propriedade são diferentes.

4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

A Tabela 2 apresenta as estatísticas descritivas (média e desvio-padrão) para as variáveis em análise. O número de observações para as empresas no período de 2018 a 2022 totalizou 1.940. Dentre as observações empresa-ano da amostra, verificou-se que a média para a variável de percentual de participação do maior acionista foi de aproximadamente 42,17%. Quanto ao grau de concentração de propriedade, observou-se uma média de 0,16, sugerindo que 16% das observações referem-se à concentração de propriedade do maior acionista com percentual igual ou superior a 70%. Por fim, o *debt-equity ratio* das empresas foi em média de 213,79 milhões de reais.

Tabela 2. Estatísticas descritivas para as variáveis em análise

| Variáveis | Observações | Média | Desvio Padrão | Mínimo | Máximo |
|--------------------------|-------------|---------|---------------|-----------|----------|
| Propriedade | 1.940 | 42,172 | 25,274 | 0,0000355 | 100 |
| Concentração | 1.940 | 0,160 | 0,367 | 0 | 1 |
| <i>Debt-equity ratio</i> | 1.940 | 213,790 | 377,798 | 566,9881 | 1528,052 |

Fonte: elaborada pela autora

Conforme indicado na Tabela 3, as observações empresa-ano com alta concentração de propriedade apresentaram média de *debt-equity ratio* de aproximadamente 238,21 milhões de reais, enquanto as demais apresentaram média de 209,12 milhões de reais. Para esse índice a significância t é de -1,119, menor que o mínimo para demonstrar significância, logo não há rejeição para a hipótese nula (H_0).

Tabela 3. Diferenças de médias entre as companhias com alta e baixa concentração de propriedade.

| Variáveis | Quantidade de observações | Média | Erro Padrão | Desvio Padrão | t | Significância |
|--------------------------|---------------------------|----------------|--------------|----------------|--------|---------------|
| <i>Debt-equity ratio</i> | 1.629 | 209,128 | 9,095 | 367,08 | -1,119 | 0,2639 |
| Concentração = 0 | 311 | 238,211 | 24,351 | 429,426 | | |
| Total | 1.940 | 213,790 | 8,557 | 377,798 | | |

Fonte: elaborada pela autora. Legenda: 0 baixa concentração, 1 alta concentração

Na Tabela 4, que descreve estatisticamente a amostra do índice *debt-equity ratio* de acordo com grau concentração de propriedade, a partir da soma dos postos da mediana, os

resultados indicaram pouca distância entre as somas dos postos e o esperado, sugerindo aceitação da hipótese nula. Visto que a significância estatística indicada foi de 0,1472, maior que o nível de 10% para rejeição de H_0 , não há rejeição da hipótese nula, confirmando o resultado obtido no teste t.

Tabela 4. Teste de Mann-Whitney para o índice CON.

| Variáveis | Quantidade de observações | Soma dos postos | Esperado | z | Significância |
|------------------|---------------------------|------------------|------------------|------|---------------|
| Concentração = 0 | 1.629 | 1.594.067 | 1.580.945 | 1,45 | 0,1472 |
| Concentração = 1 | 311 | 288.703 | 301.825,5 | | |
| Total | 1.940 | 1.882.770 | 1.882.770 | | |

Fonte:elaborada pela autora. Legenda: 0 baixa concentração, 1 alta concentração.

Diante dos resultados obtidos, pode-se concluir que a concentração de propriedade não tem impacto significativo sobre a média da estrutura de capital entre os grupos de empresas analisados. Uma explicação plausível para esses resultados obtidos é que, por se tratar de empresas brasileiras com capital aberto, espera-se que essas empresas possuam um razoável nível de governança corporativa, o que impacta para que não haja diferenças significativas de estrutura de capital em relação os níveis de concentração de propriedade. Visto que empresas com um razoável nível de governança corporativa tendem a ter menos conflitos entre os agentes (investidores e executivos), uma vez que, possuem melhor estrutura de gestão com alçadas de decisões.

Adicionalmente, cabe mencionar que as evidências encontradas neste estudo, no que se refere ao percentual de *debt-equity ratio*, corrobora com os achados similares dos estudos de Crisóstomo e Pinheiro (2015) e Jardim, Nakamura e Azevedo (2023) que identificaram que empresas com alto nível de concentração de propriedade tendem a ter um maior nível de endividamento. No entanto, pode-se afirmar que a influência sobre o nível de endividamento de uma empresa não está relacionada somente à concentração de propriedade, dado que, pode-se observar nesta pesquisa que empresas com baixa concentração de propriedade apresentaram similaridade na estrutura de capital.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo teve por objetivo examinar a estrutura de capital de empresas brasileiras de capital aberto com propriedade concentrada, a fim de verificar se existe diferença em relação às demais entre o período de 2018 a 2022. Para isso, foram extraídos e utilizados dados da base Economática®, os quais foram analisados por meio de estatísticas descritivas, testes estatísticos paramétricos e não paramétricos. Assim, a amostra desta pesquisa contemplou o total de 1.940 observações empresa-ano.

Dentre os resultados, primeiramente, observou-se via teste paramétrico teste t que não existe diferença de estrutura de capital sob a ótica do índice *debt to equity* entre as empresas com alta concentração de propriedade e baixa concentração de propriedade. Dado que, o resultado obtido para a significância estatística de t foi de 0,2639, superior ao exigido para rejeição de H_0 . Por fim, confirmando os resultados do teste t , o teste não paramétrico de MannWhitney indicou significância de z de 0,1472, também não suficiente para rejeição da hipótese nula (H_0), indicando que não há diferenças na distribuição do *debt to equity ratio* entre as empresas com concentração de propriedade em relação às demais.

De fato, os resultados obtidos nessa pesquisa podem contribuir para a compreensão da relação da concentração de propriedade e da estrutura de capital sob a ótica do *debt to equity ratio*, uma vez que, pode se dizer que a concentração de propriedade por si só não é um fator que influencia nas decisões de financiamento das empresas. Devendo ser levado em consideração outros fatores como a natureza do negócio, o ambiente regulatório, a estratégia empresarial, que podem ter relevância na determinação da estrutura de capital.

Além disso, contribui com o acervo teórico na área de finanças corporativas e com o avanço dos estudos que abordam esse tema, visto que, a ausência de uma relação clara entre concentração de propriedade e estrutura de capital pode estimular pesquisas mais detalhadas incluindo investigações sobre como outros fatores, como a governança corporativa, a estratégia de negócios ou a cultura organizacional, podem influenciar as decisões de financiamento em empresas com diferentes níveis de concentração de propriedade.

No entanto, mesmo com as contribuições trazidas, algumas limitações devem ser mencionadas. Uma delas refere-se à utilização de apenas uma variável para verificação de existência de diferença de estrutura de capital das empresas com concentração de propriedade em relação às demais. Além de analisar somente empresas com capital aberto, o que não reflete a realidade das empresas brasileiras, visto que, em sua maioria, não se caracterizam por essa designação.

Por fim, sugere-se para futuras pesquisas, a fim ampliar os resultados aqui obtidos, que sejam incluídas outras variáveis de estrutura de capital que tragam maior robustez para os resultados. Outra recomendação é a adoção de bancos de dados que contemplem informações de empresas com outras naturezas jurídicas, para obter visão de todo o cenário brasileiro. Por fim, realizar estudos *cross-countries*, que envolvam o Brasil e outros países, para efeitos de comparação e entendimento dos efeitos econômicos e culturais que podem impactar na diferença de estrutura de capital de empresa com concentração de propriedade em confronto com as demais.

REFERÊNCIAS

- ALBANEZ, T.; SCHIOZER, R. F. Concentração de Propriedade e Outros Determinantes da Presença de Covenants em Contratos de Dívida de Companhias Listadas na B3. **Brazilian Business Review**, v. 19, n. 4, p. 372–395, 2022. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/bbr/a/qB4Tcf5gTkKqZyMLCkQh3vf/abstract/?lang=pt#>. Acesso em: 04 jul. 2023
- ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. 7. ed. São Paulo. Atlas, 2014. p 27-28.
- BISCAIA, L. F.; GERIGK, W.; ATAMANCZUK, M. J.; RIBEIRO, F. Concentração de Propriedade, Governança Corporativa e Estrutura de Capital no Segmento de Energia Elétrica da B3. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, v. 9, n. 2, p. 7–25, 2021. Disponível em: <https://periodicos.ufpb.br/index.php/recfin/article/view/53271>. Acesso em: 30 mai. 2023
- BORGES JUNIOR, D.M. **Restrições de combinações com liquidez de carteiras em fundos de ações brasileiras**. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2017. Disponível em: <https://repositorio.ufu.br/bitstream/123456789/19958/3/RestricoesLiquidezCombinadas.pdf>. Acesso em: 17 jul. 2023
- BORJA, M. H. de; CARVALHO, J. F. de; MACHADO, C. Fatores determinantes da estrutura de capital de sociedades anônimas em recuperação judicial. In: **Congresso de Administração, Sociedade e Inovação - CASI (Evento On-line)**. Anais [...] Volta Redonda, 2022. Disponível em: <https://www.event3.com.br/anais/14casi/475048-FATORES DETERMINANTES-DA-ESTRUTURA-DE-CAPITAL-DE-SOCIEDADES-ANONIMAS EM-RECUPERACAO-JUDICIAL>. Acesso em: 31 mai. 2023
- BRANDÃO, I. de F. Análise da literatura empírica sobre estrutura de propriedade no mercado de capitais brasileiro. **Revista de Contabilidade e Controladoria**, v. 14, n. 1, p. 27-50, 2022. Disponível em: <http://www.spell.org.br/documentos/ver/69461/analise-da-literatura-empirica-sobre-estrutura-de-propriedade-no-mercado-de-capitais-brasileiro>. Acesso em: 01 jun. 2023
- COLOMBO, G.D.C.; GOMES, M.D.C.; EÇA, J.P.A.; VALLE, M.R. do. Análise da Estrutura de Capital de Startups à Luz das Teorias de Trade-off e Pecking Order. In: **21 USP International Conference in Accounting**. Anais [...], São Paulo, 2021. Disponível em: <https://congressosp.fipecafi.org/anais/21UspInternational/ArtigosDownload/3124.pdf>. Acesso em: 01 jun. 2023
- CRISÓSTOMO, V. L.; PINHEIRO, B. Estrutura de Capital e Concentração de Propriedade da Empresa Brasileira. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 4, p. 1-30, 2015. Disponível em: <http://financasaplicadas.fia.com.br/index.php/financasaplicadas/article/view/299>. Acesso em: 01 jun. 2023
- CUNHA, V.; RODRIGUES, L. L. Determinantes da divulgação de informação sobre a estrutura de governança das empresas portuguesas. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 20, n. 3, p. 338–360, jul. 2018. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rbgn/a/4HWTZtdYW5JQTssfGxcpDvk/abstract/?lang=pt#>. Acesso em: 05 jun. 2023

DIAS, V.; CUNHA, M.; PEIXOTO, F.; JESUKA, D. Concentração Acionária e Conselho de Administração Impactam as Exportações?. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 22, n. 3, p. 1-29, 2021. Disponível em: <http://www.spell.org.br/documentos/ver/63104/concentracaoacionaria-e-conselho-de-administracao-impactam-as-exportacoes->. Acesso em: 05 jun. 2023

ELLILI, N. O. D. Environmental, social, and governance disclosure, ownership structure and cost of capital: Evidence from the UAE. **Sustainability**, v.12, n 18, 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.3390/su12187706>. Acesso em: 04 jul. 2023

GIL, A. C. **Métodos e Técnicas de Pesquisa Social**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

JARDIM, J.R. de P.S.; NAKAMURA, W.T; DE AZEVEDO, P.J. O nível de concentração de capital influencia a estrutura de capital das empresas brasileiras?. **Revista de Gestão e Secretariado**, v. 14, n. 4, p. 5866-5888, 2023. Disponível em: <https://ojs.revistagesec.org.br/secretariado/article/view/2026>. Acesso em: 05 jun. 2023

JENSEN, M. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. **The American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 323-329, 1986. Disponível em: <file:///C:/Users/LX272RS/OneDrive%20-%20EY/Documents/TCC/Artigos/Antigos/SSRNid99580.pdf>. Acesso em: 05 jun. 2023

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, p. 305-360, 1976. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X7690026X>. Acesso em: 05 jun. 2023

JORGE, S.; ARMADA, M. J. DA R. Factores determinantes do endividamento: uma análise em painel. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 5, n. 2, p. 9–31, 2001. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rac/a/t5qCfrS7pGrbzFFfp5969gG/>. Acesso em: 05 jun. 2023

JUNIOR, D. B. C. V.; MORAIS, C. R. F. de; LUCA, M. M. M. de; VASCONCELOS, A. C. de. Concentração de Propriedade e Desempenho em Empresas Brasileiras em Períodos de Oferta Pública Inicial. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 23, n. 1, p.19-37. 2020. Disponível em: https://revistacgg.org/index.php/contabil/article/view/1864/PDF_Pt Acesso em: 05 jul. 2023

MEDEIROS, J. T.; VASCONCELOS, A. C. de; LUCA, M. M. M. de; CRISÓSTOMO, V. L. Governança e proteção ao investidor do país: efeitos na estrutura de capital nas empresas da América Latina e de países da OCDE. In: **19 USP International Conference in Accounting**. Anais [...], São Paulo, 2019. Disponível em: <https://congressosp.fipecafi.org/anais/19UspInternational/ArtigosDownload/1472.pdf>. Acesso em: 05 jul. 2023

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The Cost Of Capital, Corporation Finance And The Theory Of Investment. **The American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958. Disponível em: https://gvpesquisa.fgv.br/sites/gvpesquisa.fgv.br/files/arquivos/terra_-_the_cost_of_capital_corporation_finance.pdf. Acesso em: 05 jun. 2023

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. **The American Economic Review**, v. 53, n. 3, 1963. Disponível em:

- <https://epge.fgv.br/we/MFEE/FinancasCorporativas/2012?action=AttachFile&do=get&target=Paper8.pdf>. Acesso em: 05 jun. 2023
- MYERS, S. The capital structure puzzle. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 575–592, 1984. Disponível em: https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/j.1540_6261.1984.tb03646.x. Acesso em: 05 jun. 2023
- MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, v.13, n.2, p. 187-221, 1984. Disponível em: <https://www.nber.org/papers/w1396>. Acesso em: 05 jun. 2023
- PALHARES, C. M. G.; CARMO, C. H. S. do; FERREIRA, M. P.; RIBEIRO, A. M. Efeitos da concentração de propriedade e da estrutura do conselho de administração nos covenants de debêntures emitidas pelas empresas brasileiras de capital aberto. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 13, p. e158820, 2019. Disponível em: <https://www.revistas.usp.br/rco/article/view/158820>. Acesso em: 05 jul. 2023
- PROCIANOY, J. L.; SCHNORRENBURGER, A.. A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**, v. 58, n. 1, p. 122–146, 2004. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rbe/a/PBWn7Bmw85DZsZsRKRCndxv/?lang=pt#> . Acesso em: 20ago. 2023
- SANT'ANA, N. L. dos S.; MEDEIROS, N. C. D. de.; SILVA, S. A. de L. e; MENEZES, J. P. C. B.; CHAIN, C. P. Concentração de propriedade e desempenho: um estudo nas empresas brasileiras de capital aberto do setor de energia elétrica. **Gestão & Produção**, v. 23, n. 4, p. 718–732, 2016. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/gp/a/pD4cpfndVWZYCMB6Yqqhfhx/?lang=pt#ModalHowcite> Acesso em: 05 jul. 2023
- SILVA, E. D.; MENEZES, E. M. **Metodologia da Pesquisa e Elaboração de Dissertação**. 4. ed. Florianópolis: UFSC, 2005.
- SILVA, S. N. A. da; IQUIAPAZA, R. A. Estrutura de Capital e Concentração Acionária: Evidências em Companhias Abertas Brasileiras. In: **19 USP International Conference in Accounting**. Anais [...], São Paulo, 2019. Disponível em: <https://congressosp.fipecafi.org/anais/19UspInternational/ArtigosDownload/1600.pdf>. Acesso em: 05 jun. 2023
- VIEIRA, K. M.; VELASQUEZ, M. D.; LOSEKANN, V. L.; CORETTA, P. S. A Influência Da Governança Corporativa No Desempenho E Na Estrutura De Capital Das Empresas Listadas Na Bovespa. **Revista Universo Contábil**, v. 7, n. 1, p. 46-67, 2011. Disponível em: <https://bu.furb.br/ojs/index.php/universocontabil/article/view/1235>. Acesso em: 04 jul. 2023