

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

CÁSSIA NEVES DA SILVA

**O VALOR DA EMPRESA, A CONCENTRAÇÃO DE PROPRIEDADE E O CUSTO  
DA DÍVIDA NOS MERCADOS EMERGENTES: UMA EVIDÊNCIA DOS BRICS**

GOIÂNIA-GO

2018

**TERMO DE CIÊNCIA E DE AUTORIZAÇÃO PARA DISPONIBILIZAR  
VERSÕES ELETRÔNICAS DE TESES E DISSERTAÇÕES  
NA BIBLIOTECA DIGITAL DA UFG**

Na qualidade de titular dos direitos de autor, autorizo a Universidade Federal de Goiás (UFG) a disponibilizar, gratuitamente, por meio da Biblioteca Digital de Teses e Dissertações (BDTD/UFG), regulamentada pela Resolução CEPEC nº 832/2007, sem ressarcimento dos direitos autorais, de acordo com a Lei nº 9610/98, 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.

1. Identificação do material bibliográfico:     Dissertação     Tese

**2. Identificação da Tese ou Dissertação:**

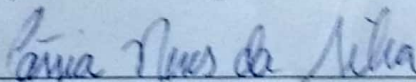
Nome completo do autor: Cássia Neves da Silva

Título do trabalho: O VALOR DA EMPRESA, A CONCENTRAÇÃO DE PROPRIEDADE E O CUSTO DA DÍVIDA NOS MERCADOS EMERGENTES: UMA EVIDÊNCIA DOS BRICS

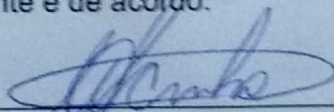
**3. Informações de acesso ao documento:**

Concorda com a liberação total do documento  SIM     NÃO<sup>1</sup>

Havendo concordância com a disponibilização eletrônica, torna-se imprescindível o envio do(s) arquivo(s) em formato digital PDF da tese ou dissertação.

  
Assinatura do(a) autor(a)<sup>2</sup>

Ciente e de acordo:

  
Assinatura do(a) orientador(a)<sup>2</sup>  
Prof. Dr. Moisés Perreira da Cunha  
Professor Adjunto SIAPE 1707926  
FACE/UFG

Data: 08 / 06 / 18

<sup>1</sup> Neste caso o documento será embargado por até um ano a partir da data de defesa. A extensão deste prazo suscita justificativa junto à coordenação do curso. Os dados do documento não serão disponibilizados durante o período de embargo.

Casos de embargo:

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

<sup>2</sup> A assinatura deve ser escaneada.

CÁSSIA NEVES DA SILVA

**O VALOR DA EMPRESA, A CONCENTRAÇÃO DE PROPRIEDADE E O CUSTO  
DA DÍVIDA NOS MERCADOS EMERGENTES: UMA EVIDÊNCIA DOS BRICS**

Dissertação apresentada à Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas da Universidade Federal de Goiás – FACE/UFG, como requisito parcial para a obtenção de título de Mestre em Ciências Contábeis.

Área de concentração: Controladoria e Finanças

Orientador: Prof. Dr. Moisés Ferreira da Cunha

Goiânia-GO

2018

Ficha catalográfica elaborada pelo Sistema Universitário de Bibliotecas (SIBI/UFBA), com os dados fornecidos pelo(a) autor(a).

Neves da Silva, Cassia  
O VALOR DA EMPRESA, A CONCENTRAÇÃO DE PROPRIEDADE E O CUSTO  
DA DÍVIDA NOS MERCADOS EMERGENTES: UMA EVIDÊNCIA DOS BRICS /  
Cassia Neves da Silva. -- Goiânia, 2018.  
72 f. : il

Orientador: Moisés Ferreira da Cunha.  
Dissertação (Mestrado - Mestrado em Ciências Contábeis) --  
Universidade Federal da Bahia, Universidade Federal de Goiás,  
2018.

1. Custo da dívida. 2. Valor da empresa. 3. Concentração de  
propriedade. 4. BRICS. I. Ferreira da Cunha, Moisés. II.  
Título.



### ATA DE DEFESA PÚBLICA DE DISSERTAÇÃO

Aos nove dias do mês de abril de 2018, no horário de 18 horas às 20 horas, foi realizada, em sessão pública na sala 2110 da FACE, a defesa da dissertação *O valor da empresa, a concentração de propriedade e o custo da dívida nos mercados emergentes: uma evidência dos BRICS*, de autoria da discente Cássia Neves da Silva, do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – PPGCC da Universidade Federal de Goiás. A Comissão Examinadora, constituída pelo Professor Moisés Ferreira da Cunha, da Universidade Federal de Goiás (UFG)/PPGCC/(Membro Interno/Orientador), Professora Daiana Paula Pimenta, da Universidade Federal de Goiás (UFG)/PPGCC/(Membro Interno) e pelo Professor Eduardo da Silva Flores, da Universidade de São Paulo (USP)(Membro Externo), emitiu o seguinte parecer/recomendações:

Resultado Final:

- Aprovada  
 Reprovada

Recomendações:

NA

Eu, Moisés Ferreira da Cunha, orientador da discente, lavrei a presente Ata, que segue assinada por mim e pelos demais membros da Comissão Examinadora.

  
Prof. Dr. Moisés Ferreira da Cunha (Orientador/Presidente/PPGCC/UFG)

  
Profa. Dra. Daiana Paula Pimenta (Examinadora Interna/UFG/PPGCC)

  
Prof. Dr. Eduardo da Silva Flores (Membro Externo/USP) *Filipe AF*

Goiânia, 09/04/2018.

## AGRADECIMENTOS

A Deus, que foi minha sustentação do início ao fim e aquele, que nos momentos mais frágeis, revelou-se estar ao meu lado.

À minha amiga Miriam Rodrigues, que foi a responsável por eu ter iniciado o mestrado, por todo apoio psicológico, presença, atenção e amizade que demonstrou nestes dois anos.

Ao meu orientador, Moisés Ferreira da Cunha, que sempre foi compreensivo e atencioso, por toda paciência, empenho e praticidade na execução deste trabalho e de outros durante o mestrado. Agradeço imensamente por ter corrigido e orientado sem nunca me desmotivar.

Aos meus pais que, apesar da distância, estavam ao meu lado.

Aos professores que, além de compartilharem seus conhecimentos, deixaram lições para toda a vida sobre como lidar com as adversidades, demonstrando que cada um é construtor do seu caminho, especialmente a prof.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Aletheia Ferreira, prof.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Daiana Paula Pimenta e prof. Dr. Eduardo Flores.

Ao NIF, que foi fundamental para que eu pudesse galgar esta jornada.

E a todos que torceram para que eu conseguisse superar minhas limitações e chegar ao fim da pesquisa.

## **RESUMO**

A literatura descreve que os mercados emergentes apresentam características destoantes dos mercados desenvolvidos, dentre elas a concentração acionária e o custo de dívida. Em meio aos mercados emergentes, os BRICS – Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul – são potências econômicas. Portanto, esta pesquisa teve como objetivo analisar se a concentração de propriedade e o custo da dívida interferiram no valor da empresa nos BRICS no período de 2007 a 2016, após a crise do Subprime. Para tal, foram selecionadas as empresas de capital aberto desses países, financeiras e não financeiras, no referido período, para comporem a amostra, analisadas via regressão quantílica. Nos resultados, a China apresentou os menores custos de dívida do grupo econômico. Ademais, a concentração acionária não afetou o custo da dívida no Brasil, mas, na China e na Rússia, quanto menor a concentração acionária, maior o custo da dívida. Na Índia, apenas as empresas com os 50% menores Q de Tobin demonstraram serem influenciadas negativamente. Por fim, o custo da dívida foi relevante nas empresas com menores valores de mercado, provando serem irrelevantes nas empresas com maior valor.

## **ABSTRACT**

The literature goes back to the fact that emerging markets have characteristics that are not relevant to the developed markets, among them the concentration of stocks and the cost of debt. Among emerging markets, the BRICS - Brazil, Russia, India, China and South Africa are economic powers. Therefore, this research aims to analyze whether the concentration of ownership and the cost of debt interfere in the value of the company in the BRICS in the period from 2007 to 2016, after the subprime crisis. For this purpose, publicly traded companies from these countries, financial and non-financial, were selected in the period to compose the sample, analyzed by quantile regression. In the results, China presented the lowest debt costs of the economic group. And the stock concentration does not affect the cost of debt in Brazil, but in China and Russia the lower the share concentration, the higher the cost of debt. In India only companies with Tobin's 50% lower Qs are shown to be negatively influenced. Finally, the cost of debt was relevant in companies with lower market values, proving to be irrelevant in companies with higher value.

## **LISTA DE FIGURAS**

Figura 1 – Credor e acionista – link com o gerente .....	23
Figura 2 – Relação entre concentração de propriedade e valor da empresa .....	26



## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Panel A: cost of debt .....	24
---	----

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Variáveis, composição e referências .....	28
--	----

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – População e amostra da pesquisa .....	27
Tabela 2 – Média do custo da dívida por país (%) .....	32
Tabela 3 – Média da concentração de propriedade .....	33
Tabela 4 – Variáveis, média, desvio padrão e percentis .....	33
Tabela 5 – Regressão MQO H1.....	35
Tabela 6 – Regressão MQO H2.....	37
Tabela 7 – Regressão MQO H3.....	39
Tabela 8 – Regressão quantílica H1.....	41
Tabela 9 – Regressão quantílica H2.....	46
Tabela 10 – Regressão quantílica H3.....	50
Tabela 11 – Regressão quantílica H4.....	53

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO</b> .....	<b>10</b>
<b>1.1</b>	<b>Problema e objetivo geral</b> .....	<b>11</b>
<b>1.2</b>	<b>Justificativa</b> .....	<b>11</b>
<b>1.3</b>	<b>Contribuição</b> .....	<b>13</b>
<b>2</b>	<b>REFERENCIAL TEÓRICO</b> .....	<b>14</b>
<b>2.1</b>	<b>O custo da dívida e a concentração de propriedade</b> .....	<b>14</b>
<b>2.2</b>	<b>Concentração de propriedade e valor de mercado</b> .....	<b>20</b>
<b>2.3</b>	<b>Custo da dívida e valor de mercado</b> .....	<b>22</b>
<b>2.4</b>	<b>Concentração de propriedade, custo da dívida e valor de mercado</b> .....	<b>25</b>
<b>3</b>	<b>METODOLOGIA</b> .....	<b>26</b>
<b>3.1</b>	<b>Dados</b> .....	<b>26</b>
<b>3.2</b>	<b>Variáveis dependentes e independentes</b> .....	<b>27</b>
<b>3.3</b>	<b>Estatística descritiva</b> .....	<b>32</b>
<b>4</b>	<b>ANÁLISE DOS RESULTADOS</b> .....	<b>35</b>
<b>4.1</b>	<b>Teste de robustez</b> .....	<b>39</b>
<b>5</b>	<b>CONCLUSÃO</b> .....	<b>54</b>
	<b>REFERÊNCIAS</b> .....	<b>56</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Os credores possuem um papel importante ao serem alocadores de crédito, pois são primordiais para o desenvolvimento dos mercados emergentes (MITTON, 2008). Nas últimas décadas, houve um crescimento no endividamento dos mercados principalmente os emergentes (MITTON, 2008). A captação de crédito com terceiros ocorre principalmente por meio dos bancos, considerados os principais fornecedores na maioria das economias (BOOTH et al., 2001). Conseqüentemente, os custos decorrentes dos empréstimos são fundamentais para o desenvolvimento e crescimento das empresas e da economia (SENGUPTA, 1998).

O custo da dívida tem como um de seus determinantes o conflito de agência entre proprietários e credores (JENSEN; MECKLING, 1976). Essa relação é amplamente abordada pela Teoria da Agência, a qual descreve o cenário em que os proprietários podem tentar uma transferência de riqueza. Nessa teoria, a concentração de propriedade em certos panoramas gera assimetria informacional tanto para acionistas minoritários quanto para credores. Em ambos os casos, a presença da assimetria informacional eleva os custos da dívida e influencia no valor da empresa (FOSU et al., 2016).

Os mercados emergentes, em contraposição aos mercados desenvolvidos, possuem uma série de peculiaridades, como a tendência ao endividamento de curto prazo, elevados custos de falência com poucos benefícios fiscais, sistema legal mais fragilizado (LA PORTA et al., 1997), mais possibilidades de expropriação de investidores e um custo de capital mais alto (CHONG; LÓPEZ-DE-SILANES, 2007). Por conseguinte, o custo da dívida tende a ser mais elevado em decorrência dessas peculiaridades, como demonstram Chui, Kwok e Zhou (2016) ao verificar que, na última década, os países em desenvolvimento apresentaram os maiores custos de dívida em relação aos desenvolvidos, sendo estes de aproximadamente três vezes mais.

Outra característica comum nos mercados emergentes é a elevada concentração de propriedade (LINS, 2003). Várias pesquisas empíricas denotaram a relação da concentração de propriedade com o custo da dívida (ANDERSON; MANSI; REEB, 2004; ANG; COLE; LIN, 2000; ASLAN; KUMAR, 2012; LIN et al., 2011). Em pesquisas recentes, Lugo (2016), que aborda o conflito de interesses entre *insiders* (proprietários com mais de 10%) e credores entre 1996 e 2010, compondo uma amostra multicontinental, encontrou uma relação inversa em formato de U invertido, estando o custo máximo da dívida associado a um nível de participação de capital entre 42,8% e 49,3% dos *insiders*.

Nessa temática também pode-se citar Lin, Maltesta e Xuan (2012), que concluíram, após analisar 20 países entre 2001 e 2010, que as divergências entre os direitos de controle e os

direitos de fluxo de caixa do maior proprietário acarretam em um aumento de 14% no valor do empréstimo. Borisova et al. (2015), ao pesquisarem sobre as ações em posse do governo em relação ao custo da dívida em 43 países, conferiram a existência de um aumento deste em períodos fora de crises e sua redução durante elas.

Seguindo Jensen e Meckling (1976), a concentração de propriedade impacta no valor de mercado. Essa relação foi testada empiricamente com resultados que corroboram a teoria (BASU; PAEGLIS; RAHNAMAEI, 2016; KONIJN; KRAUSSL; LUCAS, 2011; LAEVEN; LEVINE, 2008; MCCONNELL; SERVAES, 1990; MORCK; SHLEIFER; VISHNY, 1988). Entretanto, os resultados da relação propriedade sobre o valor da empresa podem assumir variantes dependendo do cenário em que a organização está inserida (LOZANO; MARTÍNEZ; PINDADO, 2016). Lozano, Martinez e Pindado (2016) analisaram dezesseis países europeus e encontraram uma relação em formato de U invertido quando não há um segundo acionista significativo para efetuar controles, tendo resultados similares a Schmidt e Fahlenbrach (2017) e Woitke (2002). Contudo, essas pesquisas não foram enfáticas nas peculiaridades que podem decorrer dos mercados emergentes.

### **1.1 Problema e objetivo geral**

Esta pesquisa apresenta como foco o seguinte problema: qual a relação entre o valor da empresa, a concentração de propriedade e o custo da dívida nos países que compõem o BRICS – Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul? O objetivo geral é analisar se a concentração de propriedade e o custo da dívida interferem no valor da empresa nos BRICS no período de 2007 a 2016, após a crise do Subprime.

### **1.2 Justificativa**

A pesquisa tem relevância por dar continuidade à temática de concentração de propriedade, custo da dívida e valor da empresa em um segmento pouco explorado e de grande importância: os BRICS. Naresh et al. (2017) afirmam que o poder político-econômico das economias emergentes, com ênfase nos BRICS, é relevante para a economia mundial. Cabe ressaltar que são poucos os trabalhos que analisam a relação de propriedade e o custo da dívida nos mercados emergentes (LIN; MALTESTA; XUAN, 2012), bem como a relação do custo da dívida com o valor da empresa. Além de complementar os segmentos citados, esta pesquisa almeja inovar ao tratar do inter-relacionamento entre as três temáticas. Os estudos referentes à

concentração de propriedade estão em ascensão, com foco no investidor institucional, na propriedade de blocos e familiar, estando essa última presente, principalmente, nas economias asiáticas e nas maiores economias do mundo (BOYD; SOLARINO, 2016). Ademais, o Brasil é majoritariamente dependente do mercado de crédito, visto que o mercado de capitais tem um baixo nível de desenvolvimento no Brasil (OLIVEIRA; WOLF, 2016).

Isso revela não apenas os limites do mercado de crédito bancário, mas também o baixo grau de desenvolvimento do mercado de capitais no País, com destaque para o de ações e, principalmente, para o de títulos de dívida corporativa. De fato, para emitir papéis no mercado as empresas têm de competir com os títulos de dívida pública – no que se refere à rentabilidade e à liquidez – pelos recursos dos grandes investidores, o que lhes impõe condições excessivamente onerosas (OLIVEIRA; WOLF, 2016).

Além disso, os mercados emergentes fornecem um laboratório demasiado fértil para pesquisas (LINS, 2003), especialmente em decorrência das peculiaridades relacionadas ao endividamento, à debilidade do sistema legal (LA PORTA et al., 1997) e ao custo de capital (CHONG; LOPES-DE-SILANES, 2007). As pesquisas focadas nos mercados emergentes correspondem a quase 40% das realizadas nas últimas décadas, sendo a China a mais estudada (BOYD; SOLARINO, 2016).

Os BRICS estão classificados entre as maiores economias emergentes e mais promissoras do mundo, representando 25% do produto interno bruto (PIB) global (GALLOPPO; PAIMANOVA, 2017) e 41% da população mundial, bem como 29,3% do território mundial. Outro fator relevante é que, após a crise Subprime, houve um aumento significativo na cooperação entre essas potências (STUENKEL, 2013), aumentando a interação política, econômica, financeira e social do grupo (NARESH et al., 2017).

Adicionalmente, compete ressaltar que os países componentes dessa sigla figuram entre os mais importantes e influentes do mundo no século XXI (MENSI et al., 2015), bem como se acredita que a China se tornará o maior mercado de ações até 2030 (HAMMOUDEH et al., 2013).

É fundamental, ainda, mencionar que os BRICS são opções de diversificação para investidores internacionais, potencializando a liquidez desses mercados. Contudo, em virtude da incipiência dessas jurisdições, é fundamental que novas pesquisas sejam conduzidas para incrementar o entendimento de tais localidades (HAMMOUDEH et al., 2013).

### 1.3 Contribuição

A temática sobre concentração de propriedade tem sido estudada com ênfase na China e no Brasil (BOYD; SOLARINO, 2016; DA CUNHA; BORTOLON, 2015; SILVA; LEAL, 2006; DU; BOATENG, 2015; MA; YIU; ZHOU, 2014; XIA, 2008). Entretanto, são poucas as pesquisas referentes à concentração de propriedade que abarcam Rússia, Índia e África do Sul. Já em relação ao custo da dívida, a temática é contemporânea (BORISOVA et al., 2015; ELYASIANI; JIA; MAO, 2010; LUGO, 2016), com poucos estudos sobre os BRICS, bem como a respeito da relação entre concentração de propriedade e valor da firma para o grupo, havendo apenas investigações de caráter individualizado por país (BAE et al., 2012; JAFARINEJAD; JORY; NGO, 2015; LOZANO; MARTÍNEZ; PINDADO, 2016).

Desse modo, esta dissertação pretende contribuir para a literatura investigando como a concentração de propriedade afeta o custo da dívida e o valor da firma nos países pertencentes ao BRICS. Ainda, também apresenta proficuidade ao promover um estudo mais amplo sobre como esses três fatores atuam em um grupo econômico, além de contribuir para ampliar o conhecimento do mercado e das empresas pertencentes ao grupo. Sua relevância social concerne ao fato de esses países serem economias emergentes que, juntas, correspondem a 41% da população mundial, sendo 18,5% da China e 17,1% da Índia (BRICS JOINT STATISTICAL PUBLICATION, 2017), fator relacionado à empregabilidade e ao crescimento econômico.

Apesar de serem um grupo econômico composto de países emergentes, apresentam características destoantes dos demais. Dos cinco países, dois são de estado autoritário (THAKUR, 2014). Isso significa que podem haver peculiaridades na conjunção dos fatores que norteiam o funcionamento das empresas e, logo, entender as características das empresas desses mercados permite o desenvolvimento de políticas que promovam o crescimento econômico e social desses países, assim como as relações internacionais. Tal fato é capaz de gerar um melhor entendimento da propriedade empresarial, dos custos de dívidas das empresas e, por fim, do impacto desses aspectos em seu valor.

Assim a pesquisa permite contribuir com uma análise mais detalhada de fatores que influenciam o valor de mercado das empresas, a concentração acionária na última década bem como o custo da dívida por país, evidenciando aspectos que são peculiares aos mercados emergentes em contraste com os mercados desenvolvidos. E de tal modo agregar a literatura com as nuances desses mercados. Também permite-se fazer uma comparação histórico evolutiva individualizada e por pelo grupo.



## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 O custo da dívida e a concentração de propriedade

O retorno exigido sobre a dívida é conhecido pela literatura como custo da dívida (ROSS; WESTERFIELD; BRADFORD, 2012). De acordo com a Teoria da Agência, o custo da dívida pode ser aumentado em decorrência do conflito de agência existente entre proprietário e credor (JENSEN; MECKLING, 1976, ROBERTS; YUAN, 2010). Para Jensen e Meckling (1976), o conflito advém de um comportamento maximizador de interesses próprios pelo acionista frente à oportunidade de transferência de riqueza. Assim, os acionistas que influenciam as decisões da empresa podem optar por rejeitar projetos com Valor Presente Líquido positivo (VPL), conhecido como subinvestimento (MYERS, 1977), em detrimento de dividendos (SÁNCHEZ-BALLESTA; GARCÍA-MECA, 2011), ou escolhendo projetos de risco elevado. Dessa maneira, os credores arcarão principalmente com os custos dos projetos (HUANG; PETKEVICH, 2016; JENSEN; MECKLING, 1976).

Esse processo de extração de benefícios é facilitado em países com mercados financeiros emergentes (LA PORTA et al., 1998), podendo ocorrer por meio do uso do poder de voto para vender ativos, efetuar contratos com preços de transferência vantajosos para os *insiders*, estipular compensação excessiva aos executivos, bem como expropriar oportunidades corporativas, objeção à ampliação do monitoramento das decisões gerenciais e aumento dos dividendos (SÁNCHEZ-BALLESTA; GARCÍA-MECA, 2011). Consequentemente, poderá haver um monitoramento maior por parte dos credores (ROBERTS; YUAN, 2010).

No contexto da Teoria da Agência, os *insiders* teriam mais estímulos para extrair benefícios e permitir mais riscos custeados pelos credores se o percentual de propriedade que possuírem não for elevado (SÁNCHEZ-BALLESTA; GARCÍA-MECA, 2011). Frente a essas circunstâncias em que o acionista controlador almeja majorar os benefícios próprios, os credores, ao serem racionais, tendem a aumentar o prêmio exigido ao emprestar o capital, ou seja, os custos desses riscos são delegados para o acionista (ANDERSON; MANSI; REEB, 2004; ASLAN; KUMAR, 2012; LIN et al., 2011). Um aspecto relevante ao tratar a temática em países emergentes é que eles tendem a ter proteções legais mais frágeis quando comparados a economias desenvolvidas, sendo esse um dos fatores que acarretaram custos de dívida mais elevados, fato que se aplica aos BRICS (CÉSPEDES; GONZÁLEZ; MOLINA, 2010; CUETO; SWITZER, 2015; GUPTA et al., 2016; LA PORTA et al., 1998; SILVA; LEAL, 2006; SHAILER; WANG, 2015).

A literatura traz diversos fatores que demonstram influenciar no custo da dívida, como: tipos de investidores (LUGO, 2016; SHAILER; WANG, 2015); possibilidade de aquisição (FIELDS; FRASER; SUBRAHMANYAM, 2012); religião e cultura de cada país (CHEN, B., et al., 2016; CHUI; KWOK; (STEPHEN) ZHOU, 2016); presença de grupos empresariais que atuam como cossegueros (BYUN et al., 2013a); existência de subsídios governamentais (LIM; WANG; ZENG, 2018); conexões políticas (BLISS; GUL, 2012; HOUSTON et al., 2014); qualidade do conselho (FIELDS; FRASER; SUBRAHMANYAM, 2012); desastres naturais (KLOMP, 2017); e outros de âmbito macroeconômico, pois as empresas tendem a adaptar suas políticas de financiamento ao ciclo econômico (DEVOS; RAHMAN; TSANG, 2017).

Além dos fatores intrínsecos à empresa, ainda existem outras causas externas que podem interferir no custo da dívida. O meio mais comum e de impacto nos mercados emergentes são as taxas de juros, as quais influenciam no custo dos empréstimos bancários e são decorrentes das interferências das políticas monetárias (BARBOZA, 2015). As taxas de juros afetam o valor intrínseco, visto atuarem como denominador nos descontos de fluxos de caixa futuros (DA CUNHA; BORTOLON, 2015). Outra forma é por meio das taxas de câmbio, que, após serem disseminadas, podem acarretar em desestímulo a investimentos fixos e promover um serviço de dívida mais oneroso. Nos BRICS, existe uma relação de interação entre as ações dos maiores bancos, interferindo justamente nas taxas de juros e de câmbio (DA CUNHA; BORTOLON, 2015). Ressalta-se que a composição da taxa de juros como política monetária, os títulos públicos, bem como os efeitos idiossincráticos, não são objeto deste estudo.

Chui, Kwok e Zhou (2016) analisaram a cultura de vários países, emergentes e desenvolvidos, tendo verificado que o custo médio da dívida para o Brasil, no período de 2006 a 2012, foi de 24,61%, para a Índia, entre 1997 e 2012, de 11,36%; e de Hong Kong, na China, com período pesquisado de 1995 a 2012, de 7,39%.

Em relação às diversas temáticas a que a literatura remonta como influenciadores no custo da dívida, existem alguns fatores recorrentes nas pesquisas. Dentre eles cabe enfatizar variáveis como endividamento, tamanho, tangibilidade, rentabilidade, *Market-to-book*, fluxo de caixa e Z-Score. Nesse contexto, as empresas mais endividadas tendem a apresentar maiores custos de dívidas, uma vez que a contínua captação de crédito pode acarretar dificuldade em honrar os compromissos. Conseqüentemente, a endividamento apresenta comumente uma relação positiva com o custo da dívida, como é possível verificar nas pesquisas de Anderson, Mansi e Reeb (2003a); Mansi, Maxwell e Wald (2009); Liu et al. (2016); Boubakri e Ghouma (2010); Ghouma, Ben-Nasr e Yan (2017); Edmonds, Edmonds e Maher (2011); Bliss e Gul (2012); Fields, Fraser e Subrahmanyam (2012); Qi, Roth e Wald (2010); Chen e King (2014);

Mansi, Wald e Jianzhong (2016). Porém, apesar da predominância positiva dessa relação, eventualmente ocorre uma demonstração de uma relação oposta, como explicado por Chen et al. (2016), pois quando o custo de dívida é elevado é possível que as empresas optem por não se alavancarem.

Já as empresas maiores normalmente apresentam custos de dívida menores por poderem arcar com as obrigações, demonstrando, frequentemente, uma relação negativa com o custo da dívida, como mostram as pesquisas de Anderson, Mansi, Reeb (2003a); Mansi, Maxwell e Wald (2009); Liu et al. (2016); Kabir, Li e Veld-Merkoulova (2013); Bradley e Chen (2011); Ghouma, Ben-Nasr e Yan (2017); Edmonds, Edmonds e Maher (2011); Bliss e Gul (2012); Quijano (2013); Deng, Elyasiani e Mao (2017); Fields, Fraser e Subrahmanyam (2012); Qi, Roth e Wald (2010); Chen e King (2014); Mansi, Wald e Jianzhong (2016); Chen et al. (2016).

Outro aspecto que influencia no custo da dívida é a rentabilidade, pois empresas mais rentáveis tendem a ter melhor capacidade de honrar seus compromissos principalmente no curto prazo (SHAILER; WANG, 2015), sendo uma relação comumente negativa com o custo da dívida. Isso pode ser verificado nas pesquisas de Mansi, Maxwell e Wald (2009), Liu et al. (2016), Bradley e Chen (2011), Edmonds, Edmonds e Maher (2011), Fields, Fraser, Subrahmanyam (2012), além de outras como Qi, Roth e Wald (2010), Chen e King (2014) e Mansi, Wald e Jainzhong (2016). Destoante das demais investigações, a pesquisa de Chen et al. (2016) demonstrou que empresas mais rentáveis tem maiores custos de dívida, mas tal fato pode ser decorrente das características da amostra, visto abranger 22 países.

A capacidade das empresas em demonstrar garantias para as obrigações assumidas pela existência do imobilizado promove certa atratividade e menor risco de inadimplência (BLISS; GUL, 2012), atuando como uma variável recorrente nos modelos sobre a temática, comumente intitulada de tangibilidade. Contudo, nem sempre ela demonstra relevância estatística, evidenciando impactar negativamente o custo da dívida, a qual pode ser vista nos trabalhos de Rahaman e Zaman (2013) e Chen et al. (2016).

Em sequência, o crescimento da empresa representado pela proxy *Market-to-book* denota influenciar negativamente o custo da dívida, como é possível verificar nas pesquisas de Kabir, Li e Veld-Merkoulova (2013), Ghouma, Ben-Nasr e Yan (2017), Quijano (2013), Fields, Fraser e Subrahmanyam (2012), Chen e King (2014), Bradley, Pantzalis e Yuan (2016), Mansi, Wald e Jianzhong (2016).

A mensuração da inadimplência também é retratada pela literatura, pois empresas com maiores riscos de descumprimento estão propensas a pagar taxas mais elevadas (CHEN, 2012) Uma variável recorrente é o Z-Score de Atman, que tende a impactar negativamente o custo da

dívida, já que quanto maior o indicador, menor é o risco de inadimplência, como demonstra a pesquisa de Chen e King (2014). Boubakri e Saffar (2017), entretanto, encontraram uma relação positiva visto que Z-Score mais elevados refletem em menores custos de dívida (BRADLEY; PANTZALIS; YUAN, 2016; CHEN; KING, 2014; CHEN, B., et al., 2016; QUIJANO, 2013).

Já a concentração de propriedade pode ser descrita como sendo o percentual das ações que os maiores acionistas possuem (SÁNCHEZ-BALLESTA; GARCÍA-MECA, 2011). Alguns estudos trazem que a concentração acionária é fato em comum nos BRIC, como dissertam Kumar e Singh (2013) e Jameson, Prevost e Puthenpurackal (2014) ao estudar a Índia; Caixe e Krauter (2013), ao verificarem o Brasil; Shailer e Wang (2015) na China; e, por fim, Chernykh (2008) na Rússia. Até o final de 2008, o controle das empresas chinesas listadas estavam mais de 30% com indivíduos ou famílias (WANG; ZHANG, 2009). A Rússia também se caracteriza por estruturas jurídicas fracas, concentração de propriedade elevada, envolvimento significativo do Estado e mercados de ações emergentes (GUPTA et al., 2016). Na Índia, 65% das empresas são de propriedade familiar (JAMESON; PREVOST; PUTHENPURACKAL, 2014).

Os principais conceitos trazidos pela literatura ao tratar de proprietários são os investidores institucionais, propriedade interna (*insider*), propriedade em bloco, propriedade familiar e propriedade estatal. Os investidores institucionais são comumente bancos, companhias de seguros, de pensão, dentre outros, os quais têm grande participação inclusive nas economias emergentes (BOYD; SOLARINO, 2016; TONELLO; RABIMOV, 2010). A propriedade interna, disseminada pelo termo *insider ownership*, habitualmente é apresentada na literatura como sendo o capital próprio do CEO, capital do diretor, capital dos membros dos conselhos e capital mantido por membros externos ao conselho (BOYD; SOLARINO, 2016).

Na propriedade em bloco, a composição ocorre por entidades que possuam 5% ou mais do patrimônio das empresas, podendo ser instituições, famílias, fundadores ou outras entidades (BOYD; SOLARINO, 2016). A propriedade familiar é um dos tipos mais difundidos, sendo também uma característica comum nos mercados emergentes (BOYD; SOLARINO, 2016; LA PORTA et al., 1999). Já a propriedade estatal é usualmente definida pelo capital do governo (BOYD; SOLARINO, 2016).

Há muitas pesquisas sobre as diferentes formas de interferência da concentração de propriedade nas empresas, mas essas influências ainda não foram completamente estudadas (BOYD; SOLARINO, 2016). As primeiras pesquisas que abordaram a temática de concentração de propriedade e o custo da dívida não encontraram impactos significativos (ANDERSON; MANSI; REEB, 2004), indo de encontro às mais recentes (LUGO, 2017;

SANCHEZ-BALLESTA; GARCIA-MECA, 2011; LIN et al., 2011). O primeiro grupo constatou que as estruturas de incentivos diferentes para os *blockholders* ocasionarão efeitos diferentes, como Anderson et al. (2004) quando encontrou relevância do custo da dívida com a empresa familiar, mas não com os *blockholders*. O segundo grupo corrobora com a premissa da teoria da agência, demonstrando que a atuação dos investidores, o monitoramento dos bancos, as práticas de governança e o vínculo familiar dos CEO interferem nos custos.

O tema tem sido muito abordado pela literatura com diversas pesquisas empíricas, no entanto, não há consenso sobre os impactos da concentração de propriedade. Em alguns estudos, quanto menor o nível de concentração de propriedade, maior o custo da dívida em virtude da possibilidade da assunção de riscos (FACCIO; MARCHICA; MURA, 2011). Em contrapartida, outras pesquisas demonstram que quanto maior a concentração de propriedade, maior o custo da dívida (ANDERSON; MANSI; REEB, 2004; HIRSHLEIFER; THAKOR, 1992; LIN et al., 2011). Ou, ainda, a presença de grandes grupos ocasiona um baixo custo de dívida, como é o caso dos *chaebols* (grupos empresariais coreanos) (BYUN et al., 2013a), pois acarretaram custos menores de dívida, uma vez que denotam, para os credores, a existência de um compartilhamento de risco e conjectura um cosseguro.

Anderson, Mansi e Reeb (2003a) verificaram que, apesar de a empresa familiar indicar menores custos de dívida, a presença de *blockholders* não foi significativa. Nesse contexto, variáveis como tamanho foram relevantes e com relação significativa, porém, o tamanho não apresentou significância estatística.

Lin et al. (2011) analisaram uma amostra de 22 países, de 1996 a 2008, e sugerem que o tunelamento e outras atividades similares – realizadas por grandes acionistas – são favorecidos pelos direitos de controle excessivo, o que acarreta mais monitoramento e maior risco de crédito e, conseqüentemente, maiores custos de dívida. Em sua pesquisa, a endividamento demonstrou-se relevante e positivamente relacionada com o custo da dívida na maioria dos modelos. Já a tangibilidade, o tamanho, a rentabilidade e o Q de Tobin tiveram coeficiente negativos, sendo o risco país estatisticamente irrelevante.

Lugo (2017) analisou os empréstimos bancários de Europa, Ásia, Estados Unidos e outros países, perfazendo um total de 8.334 empréstimos e 27.954 entre 1995 e 2009, de forma que o custo máximo da dívida está associado a um nível de participação de capital entre os *insiders* de 42,8% a 49,3%. As variáveis usadas pautaram-se nas características dos empréstimos, em algumas características dos mutuários, regimes jurídicos e índices de governança.

Pesquisas como a de Huang e Petkevich (2016) evidenciam que a heterogeneidade dos acionistas é importante na determinação dos preços de títulos portáteis, já que uma maior concentração de propriedade decorre de alterações expressivas nos preços dos títulos de dívida em empresas norte-americanas entre 1995 e 2012, sendo a propriedade institucional de curto prazo relacionada a custos mais elevados. As variáveis Z-Score, tamanho e *Market-to-book* apresentaram-se como relevantes e com influência negativa no *spread*.

Aubert, Kern e Hollandts (2017) verificaram que na França, entre 2000 e 2011, em 120 empresas a participação dos empregados na propriedade é eficiente na redução da assimetria informacional, impactando em uma relação curvilínea negativa no custo da dívida. A concentração acionária mostrou uma relação negativa, bem como a rentabilidade. Peculiarmente, o tamanho apresentou uma relação positiva.

Já Guidara, Achek e Dammak (2016) constataram que, na Tunísia, o custo da dívida sofre influências sob elevada propriedade familiar e os respectivos controles internos, também denotando que empresas maiores tendem a ter menos custos de dívida, enquanto as mais alavancadas maiores custos.

Por outro lado, Sánchez-Ballesta e García-Meca (2012) analisaram, na Espanha, entre 1999 a 2002, que a participação governamental apresentou custos de dívida menores que as demais empresas. Já Lin et al. (2013) concluíram, após analisar vinte países entre 2001 e 2010, os quais não incluem os BRICS, que as divergências entre os direitos de controle e os direitos de fluxo de caixa do maior proprietário acarretam em um aumento de 14% no valor do empréstimo. Borisova et al. (2015), ao pesquisarem sobre as ações em posse do governo e a relação do custo da dívida em 43 países entre 1991 e 2010, incluindo a China, conferiram a existência de um aumento para o custo da dívida em períodos fora de crise e redução deste durante as crises.

Assim, ao considerar os resultados apresentados, bem como a construção da Teoria da Agência e as peculiaridades dos mercados emergentes no contexto de que a concentração de propriedade permite ao acionista optar por projetos que não são vantajosos para os credores, acarretando em uma devolução do risco pelos obrigacionistas, tem-se a seguinte hipótese de pesquisa:

Hipótese 1 – *Há uma relação positiva entre a concentração de propriedade e o custo da dívida nos BRICS.*

## **2.2 Concentração de propriedade e valor de mercado**

Além dos conflitos entre acionistas e credores anteriormente abordados, a teoria da agência também trata dos conflitos entre acionistas (JENSEN; MECKLING, 1976), porém, segundo Boubakri e Ghouma (2010), pouca atenção tem sido dada a ele. Tal circunstância nasceria de grupos de acionistas internos e externos, em que os primeiros possuem direito a voto e dividendos e os segundos apenas aos dividendos (JENSEN; MECKLING, 1976), de modo que a atuação do acionista interno influencia na ampliação dos benefícios dos fluxos de caixa, extrapolando os dividendos e reduzindo o retorno para os acionistas externos decorrente da assimetria informacional e repercutindo no valor da empresa.

La Porta et al. (1998) analisaram a hipótese de que a concentração acionária em países com fracas proteções legais para os investidores é uma forma de se adaptarem ao cenário, visto que o pequeno investidor poderia ser expropriado tanto pelos grandes acionistas como pelos credores. Por outro lado, a presença de grandes acionistas aumenta o monitoramento dos gerentes, o que pode ocasionar aumento do valor da empresa (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

O impacto da concentração de propriedade no valor da empresa também não é consenso na literatura. Os resultados da propriedade sobre o valor da empresa podem assumir variantes dependendo do cenário em que a empresa está inserida (DU; BOATENG, 2015; LOZANO; MARTINEZ; PINDADO, 2016), como o poder dos *insiders*, a presença de *blockholders*, a relação com a fundação da empresa ou da identidade de um detentor de blocos (LUGO, 2017) e a cultura do país (KANG et al., 2017). O cenário que contextualiza a presença de *insiders* mostra dois estágios diferentes de acordo com as pesquisas: inicialmente, tenderia a haver um aumento no valor da empresa, pois é de interesse desses investidores – classificados como *insiders* – majorarem o valor desta (BASU; PAEGLIS; RAHNAMAEI, 2016; LOZANO; MARTÍNEZ; PINDADO, 2016; MCCONNELL; SERVAES, 1990); posteriormente, os *insiders* podem optar por expropriar o acionista minoritário, afetando negativamente o valor da empresa (BASU; PAEGLIS; RAHNAMAEI, 2016; BONA-SANCHEZ; FERNANDEZ-SENRA; PEREZ-ALEMÁN, 2017).

De forma similar, a atuação de blocos de acionistas pode ter um resultado positivo e negativo. Pode ser positivo para o valor da empresa, visto que os blocos tendem a monitorar-se uns aos outros (MAURY, 2006; PAGANO; ROELL, 1998), ou limitar a atuação do *insider*, negociando a possibilidade de ele retirar-se empresa (ADMATI; PFLEIDERER, 2009; BASU; PAEGLIS; RAHNAMAEI, 2016; EDMANS; MANSO, 2011); e negativo em decorrência do poder do *insider* (BASU; PAEGLIS; RAHNAMAEI, 2016), assim como a dispersão do bloco pode ter uma correlação negativa com o Q de Tobin (KONIJN; KRAUSSL; LUCAS, 2011).

Alterando o cenário, a concentração em níveis baixos aumenta o valor da firma (LOZANO; MARTINEZ; PINDADO, 2016; MCCONNELL; SERVAES, 1990; MORCK; SHLEIFER; VISHNY, 1988) e, em níveis mais elevados, reduz, por permitir expropriar conforme o controle aumenta (LOZANO; MARTINEZ; PINDADO, 2016). Todavia, os resultados ainda podem ser diferentes caso o ambiente seja demasiado controlado e a propriedade do acionista principal muito elevada, uma vez que o incentivo para expropriar desaparece em decorrência da perda de valor, de forma que os níveis mais baixos de concentração geram uma redução no valor da empresa (LOZANO; MARTINEZ; PINDADO, 2016). Por exemplo, na Coreia a presença dos *chaebols* (conglomerado empresarial relacionado a uma empresa matriz) tem relação positiva com o valor da empresa (KANG et al., 2017), opondo-se aos resultados encontrados por García-Meca e Pedro Sánchez-Ballesta, (2011), que verificaram que a concentração acionária acima de 60% afeta negativamente o valor da empresa por causa da possibilidade de expropriação dos acionistas minoritários. Uma possível explicação para os diferentes resultados pode estar relacionada à segregação entre propriedade e controle (BASU; PAEGLIS; RAHNAMAEI, 2016).

García-Meca e Pedro Sánchez-Ballesta (2011) verificaram, nas empresas espanholas não financeiras, de 1999 a 2002, a influência da estrutura de propriedade no valor da empresa. Descobriram que, na Espanha, a concentração de propriedade aumenta o valor da empresa até 60% e decresce após isso; a tangibilidade foi uma das poucas variáveis que apresentaram relevância estatística, impactando positivamente o Q de Tobin. Sanchez, Fernandez-Senra e Perez-Alemán (2017) fizeram uma nova pesquisa, também na Espanha, de 2004 a 2012, sobre as transações entre partes relacionadas devido à concentração de propriedade ser dominante e demonstraram que, em razão das recorrentes transações conectadas, há uma afetação negativa no valor da empresa em virtude da expropriação.

Konijn, Kraussl e Lucas (2011) verificaram que o valor da empresa apresentava, nos Estados Unidos, uma relação negativa com a dispersão dos *blockholders*. Variáveis de controle – como endividamento e tamanho – tinham uma relação negativa com o valor da empresa, enquanto a rentabilidade a afetava positivamente. Nessa mesma lógica, Basu, Paeglis e Rahnamaei (2016) descobriram, ao pesquisar empresas do Reino Unido, que o controle acarreta informação privilegiada, estando negativamente associado ao valor da empresa, porém, a presença de bloco externo manifestava relação positiva com o valor. Basu utilizou endividamento negativo, tamanho negativo.

Já Lozano, Martinez e Pindado (2016) pesquisaram dezesseis países desenvolvidos e analisaram diferentes cenários relacionados aos maiores acionistas e ao valor da empresa, bem



como as influências dos diversos níveis de proteção ao investidor. Com isso, descobriram que a relação tem formato de U quando o proprietário tem controle absoluto da empresa ou próximo de absoluto, sem que haja um segundo acionista significativo. Ou seja, quando a participação do proprietário principal for demasiado elevada, extingue-se o interesse de obter benefícios, porém, quando o nível de concentração não é tão elevado e sem existir um segundo acionista relevante para efetuar o monitoramento do comportamento do maior acionista, o proprietário principal tenderá a ter motivos para expropriar benefícios, minimizado em países que possuem mais proteção aos investidores. A literatura já expõe que nos mercados emergentes essa proteção é mais frágil (CLAESSENS; YURTOGLU, 2013; LA PORTA et al., 1999). No estudo de Lozano, Martinez e Pindado (2016), o endividamento influenciou negativamente no valor da empresa, tal como o tamanho; por sua vez, o fluxo de caixa evidenciou um impacto positivo com o Q de Tobin.

No Brasil, quanto maior a diferença entre os direitos de controle e os direitos de fluxo de caixa do maior acionista, menor o valor da empresa (SILVA; LEAL, 2006). Na China, na pesquisa de Su, Li e Wan (2017), os acionistas controladores majoram o problema da agência além das divergências entre controle e fluxo de caixa que reduzem o valor da empresa. O tamanho demonstra uma relação inversa com o valor da empresa e a rentabilidade uma relação positiva; já a tangibilidade não foi relevante.

Na Índia, Chakrabarti, Megginson e Yadav (2008) afirmaram que as empresas são predominantemente de origem familiar e controladas por *insiders*, porém, Kumar e Singh (2013) asseveraram que o controle das empresas pelos *insiders* aumenta o valor das indianas. Em sua pesquisa, esses autores também demonstraram que a endividamento tem relação inversa no Q de Tobin, assim como o tamanho.

Portanto, ao considerar os diferentes resultados das pesquisas citadas, bem como a possibilidade de expropriação decorrente da concentração acionária elucidada pela Teoria da Agência e as fragilidades inerentes aos mercados emergentes, como a falta de proteção legal, constitui-se a seguinte hipótese:

Hipótese 2 – *Há uma relação negativa entre a concentração de propriedade e o valor da empresa nos BRICS.*

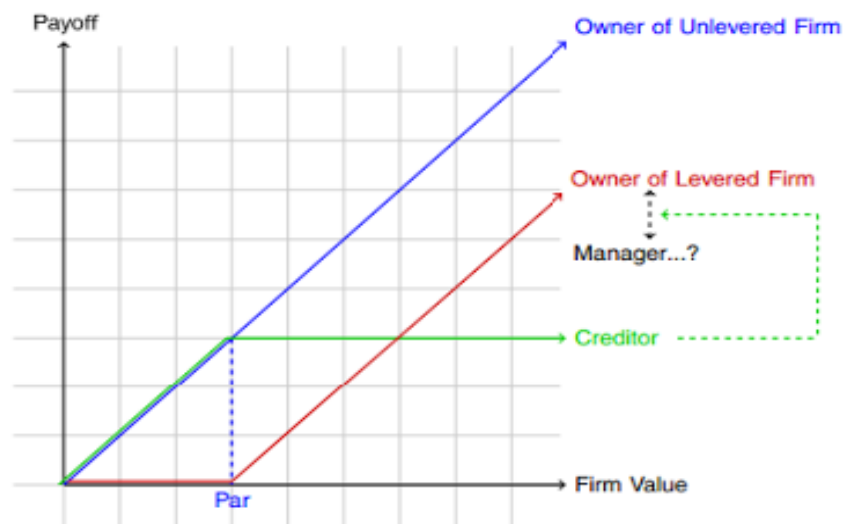
### **2.3 Custo da dívida e valor de mercado**

O acesso ao capital por meio da dívida é uma importante fonte de financiamento (CHEN; KING, 2014) e adquirir recursos para continuar o crescimento pode ser uma das

maiores dificuldades de uma empresa (CHENG et al., 2007). A teoria *Trade-Off* propõe que as empresas devem escolher entre o capital próprio e a dívida, de forma que custos e benefícios se equilibrem (MYERS, 1977).

Segundo Chen e King (2014), o valor da empresa pode ser caracterizado como sendo o valor presente nos fluxos de caixa futuros. Para Merton (1974), o valor da empresa utiliza-se de três componentes – um gerente, um credor e um acionista –, de forma que, para o acionista, será decrescido do capital correspondente do credor. Para contextualizar, Huang e Petkevich (2016) desenham graficamente essa ideia, demonstrando a premissa da composição do valor da empresa, conforme Figura 1, e denotando que ele é obtido após a dedução do pagamento ao credor.

Figura 1 – Credor e acionista – link com o gerente



A linha azul refere-se ao valor da empresa sem endividamento, a linha verde corresponde ao valor a ser pago ao credor, a qual é deduzida da linha azul, tendo então a linha vermelha – valor da empresa com endividamento, a qual é afetada pelo gerente – linha tracejada preta.

Fonte: Huang e Petkevich (2016).

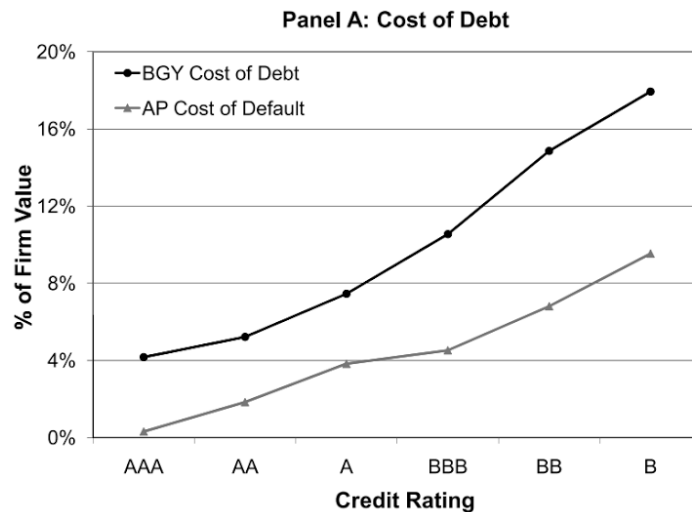
A endividamento elevada pode ocasionar dificuldades para honrar os compromissos assumidos, aumentando o custo de dívida. Aproximadamente metade desse custo é oriundo de dificuldades financeiras ou inadimplência (BINSBERGEN et al., 2010; GLOVER, 2016). Glover (2016) estimou que o custo médio da inadimplência corresponde a 45% do valor da empresa. Outras pesquisas demonstram que os rendimentos de investimentos feitos em empresas com baixa endividamento são maiores do que as alavancadas (MURADOĞLU YAZ GULNUR; SIVAPRASAD, 2012).

Os custos de dívida também são decorrentes de dificuldades financeiras, custos de falência e conflitos de agência (CLAYTON; REISEL, 2013; GRAHAM, 2000), refletindo no

valor da empresa (BINSBERGEN et al., 2010). Outros fatores que influenciam no aumento do custo da dívida são o subinvestimento e a assimetria da informação (CLAYTON; REISEL, 2013).

Binsbergen et al. (2010) especularam que o custo total da dívida corresponde a aproximadamente 6% a 17% do valor da empresa no segmento de investimento. Chen e King (2014) analisaram que à medida que os custos de dívida aumentam, o valor da empresa tende a reduzir. O Gráfico 1 é apresentado na pesquisa de Binsbergen et al. (2010), oriunda do trabalho de Almeida e Phillippon (2007), e mostra a correspondência do custo de dívida no valor da empresa. Contudo, o período amostral que corresponde ao gráfico é de 1985 a 2004.

Gráfico 1 – Panel A: cost of debt



Fonte: Binsbergen et al. (2010).

Binsbergen et al. (2010), ao estudarem as variáveis de controle do custo da dívida, verificaram que elas são semelhantes às utilizadas pela literatura de estrutura de capital. A proxy mais comum utilizada na literatura para mensurar o valor da empresa é o Q de Tobin (DAHYA; DIMITROV; MCCONNELL, 2008; FLORACKIS; KANAS; KOSTAKIS, 2015; JAFARINEJAD; JORY; NGO, 2015; OH; KIM, 2016; ROSSI; CEBULA, 2016). Caracterizada pela razão do montante do valor de mercado do patrimônio líquido com o pagamento das ações preferenciais e adicionado o passivo contábil, pelo ativo total. As variáveis de controle são as mesmas apresentadas na seção 2.2 em decorrência de esse tópico também tratar-se do valor da empresa.

Assim, ao considerar que aproximadamente metade do custo da dívida é decorrente de dificuldades financeiras ou inadimplência (BINSBERGEN et al., 2010; GLOVER, 2016) e que

quanto mais o custo de dívida se eleva, maior a redução do valor da empresa (CHEN; KING, 2014), tem-se a seguinte hipótese:

Hipótese 3 – *Há uma relação negativa entre o custo de dívida e o valor das empresas pertencentes aos BRICS.*

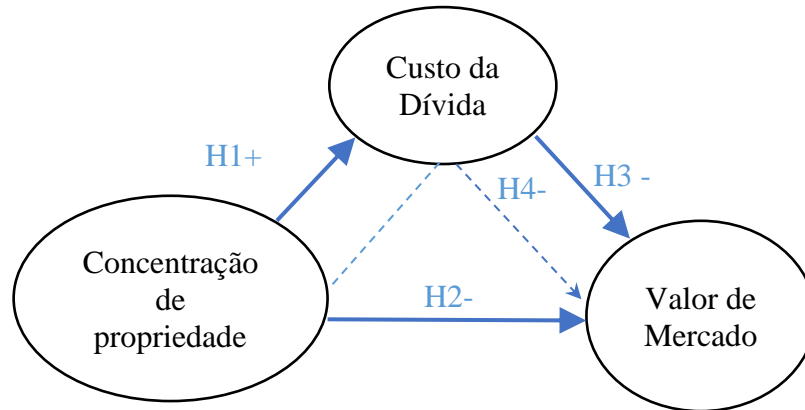
#### **2.4 Concentração de propriedade, custo da dívida e valor de mercado**

A concentração de propriedade elevada tende a ocasionar o controle e, por meio deste, os acionistas podem optar por ampliar os benefícios privados do controle, expropriando tanto credores quanto acionistas minoritários (JENSEN; MECKLING, 1976). A premissa basilar para a expropriação é a assimetria informacional, apresentada tanto na relação acionista-gerente com o credor quanto com o acionista minoritário (FOSU et al., 2016). Quando os acionistas internos têm mais informação do que os investidores externos pode haver investimentos subótimos (RYEN; VASCONCELLOS; KISH, 1997). Similarmente ocorre com os credores, uma vez que, através de projetos demasiado arriscados, os acionistas controladores deixam para os credores os riscos ou optam por projetos com VPL baixo para aumentar os dividendos (BURKART; RADICEVIC; YU, 2017).

Conseqüentemente, os credores com atitude racionais atribuem esses custos ao capital emprestado, aumentando o custo da dívida e devolvendo-os para o acionista (ANDERSON; MANSI; REEB, 2004; ASLAN; KUMAR, 2012; LIN et al., 2011). Burkart, Radicevic e Yu (2017) ressaltam a necessidade de o custo da dívida ser analisado em um contexto mais amplo, extrapolando o índice de endividamento ou o valor total da dívida, sendo relevante considerar o percentual do patrimônio dos sócios-gerentes.

Nos mercados emergentes os acionistas controladores optam pela emissão de dívida para que não haja pulverização do capital e, conseqüentemente, a redução ou perda do controle (CESPEDES; GONZALEZ; MOLINA, 2010). Os BRICS têm elevada concentração de propriedade, podendo haver expropriação dos acionistas minoritários (LA PORTA et al., 1998; PORTA, 2000) e, por conseguinte, a redução do valor da empresa (LOZANO; MARTINEZ; PINDADO, 2016). Nesse contexto, a concentração de propriedade influencia positivamente o custo da dívida que por sua vez influencia negativamente o valor de mercado. Na Figura 2 é apresentado o inter-relacionamento das temáticas em um modelo de mediação, em que o custo da dívida é um fator influenciador na relação entre concentração de propriedade e valor da empresa.

Figura 2 – Relação entre concentração de propriedade e valor da empresa



Fonte: Elaboração própria.

Frente aos resultados empíricos apresentados por Hirshleifer e Thakor (1992), Anderson, Mansi, Reeb (2004) e Lozano, Martínez e Pindado (2016), em que a baixa concentração de propriedade promove o monitoramento entre os acionistas, decorrendo em menor assimetria informacional e, conseqüentemente, em menores custos das dívidas e maior valor de mercado e que os BRICS têm elevada concentração de propriedade, tem-se:

Hipótese 4 – Há uma relação entre a concentração de propriedade e o valor da empresa que é moderada pelo custo da dívida.

### 3 METODOLOGIA

#### 3.1 Dados

Esta pesquisa caracteriza-se como explicativa com abordagem quantitativa dos dados (GIL, 2008). A amostra é composta por empresas brasileiras, russas, indianas, chinesas e sul-africanas de capital aberto, estando os dados disponíveis no banco de dados Thomson Reuters. O período escolhido foi de 2007 a 2016 e se justifica por incluir o período de pré e pós-crise, no qual houve um crescimento exponencial na cooperação entre as potências emergentes (STUENKEL, 2013). O banco de dados apresenta informações financeiras trimestrais e informações dos acionistas, bem como dados financeiros e de mercado.

A amostra inicial contém 3.919 empresas-ano em painel desbalanceado, após a exclusão das empresas com dívida total, patrimônio líquido e ativos totais com valores iguais ou inferiores a 0, bem como as que não apresentavam informações sobre despesas de juros e o percentual de propriedade dos acionistas. Os dados utilizados são oriundos de demonstrações

financeiras consolidadas, com moeda padrão em dólares norte-americanos para que seja possível a comparação. A amostra final está discriminada por país na Tabela 1.

Tabela 1 – População e amostra da pesquisa

<b>País</b>	<b>População</b>	<b>Amostra</b>	<b>%</b>
Brasil	284	201	71%
Rússia	619	158	26%
Índia	4262	1037	24%
China	3927	2368	60%
África do Sul	229	155	68%
Total	9321	3919	42%

Fonte: Base de dados Thomson® (2017).

Considerando a dispersão das amostras de cada país e para retratar melhor as relações analisadas, as regressões serão rodadas segregadamente por país.

### **3.2 Variáveis dependentes e independentes**

As variáveis referentes a endividamento, tamanho, tangibilidade, rentabilidade e probabilidade de inadimplência foram coletadas da base de dados Thomson Reuters®. No Quadro 1 constam as variáveis, sua composição e referências.

Quadro 1 – Variáveis, composição e referências

<b>Variáveis Dependentes</b>	<b>Proxy</b>	<b>Referências</b>
Custo da dívida	Juros pagos ÷ (Dívida de curto prazo + Dívida de longo prazo)	Guidara, Achek e Dammak (2016); Orens, Aerts e Cormier (2010); Sengupta (1998).
Q de Tobin	(Valor de Mercado do Patrimônio Líquido + Valor contábil da dívida) ÷ Ativo Total	Basu, Paeglis e Rahnamaei (2016); Dahya, Dimitrov e McConnell (2008); Florackis, Kanas, Kostasis (2015); Jafarinejad, Jory e Ngo (2015); Konijn, Kräussl e Lucas (2011); Oh e Kim (2016); Rossi e Cebula (2016); Xia (2008).
<b>Variáveis de Interesse</b>		
Custo da dívida	Juros pagos ÷ (Dívida de curto prazo + Dívida de longo prazo)	Guidara, Achek e Dammak (2016); Orens, Aerts e Cormier (2010); Sengupta (1998).
Concentração de propriedade	$\sum w_j^i$	Cespedes, Gonzales e Molina (2010); Gonzalez et al. (2017); Konijn, Kräussl e Lucas (2011); Roberts e Yuan (2010); Sánchez-Ballesta e García-Meca (2011).
<b>Variáveis de Controle - Nível Empresa</b>		
Endividamento	(Dívidas de curto prazo + dívida de longo prazo) ÷ Ativo Total	Anderson, Mansi e Reeb (2003a); Boubakri e Saffar (2017); Chu (2017); Huang e Petkevich (2016); Lin et al. (2011); Oh e Kim (2016); Rossi e Cebula (2016).
Tamanho	Logaritmo natural do ativo	Chen et al. (2016); Chui, Kwok e (Stephen) Zhou (2016); Lin et al. (2011).
Rentabilidade	Lucro Líquido ÷ Ativo Total	Binsbergen et al. (2010); Fields, Fraser e Subrahmanyam (2012); Lin et al. (2011).
Tangibilidade	Imobilizado líquido ÷ Ativo Total	Binsbergen et al. (2010); Huang e Petkevich (2016); Lin et al. (2011); Lin, Song e Tian (2016); Su, Li e Wan (2017).
Oportunidade de crescimento	Valor de mercado ÷ Valor contábil	Bhabra (2007); Binsbergen et al. (2010); Chen e King (2014); Saona e San Martín (2016); Yu, Sopranzetti e Lee (2012).

(continua)

(continuação Quadro 1)

<b>Variáveis Dependentes</b>	<b>Proxy</b>	<b>Referências</b>
<b>Variáveis de Controle - Nível País</b>		
Cobertura juros	$\text{EBIT} \div \text{Taxas de Juros}$	Lim, Wang e Zeng (2018).
Margem líquida	$\text{Lucro Após Impostos} \div \text{total receitas}$	Deng, Elysiani e Mao (2017); Sánchez-Ballesta e García-Meca (2011).
Z-SCORE Altman	$1.2 (\text{Ativos Circulante} - \text{Passivo Circulante}) \div \text{Ativo Total} \div 1.4 (\text{Lucro Acumulado} \div \text{Ativo Total}) \div 3.3 (\text{Lucro Antes de Impostos} \div \text{Ativo Total}) + 0.6 (\text{Valor de Mercado} \div \text{Passivo Total}) \div 0.9 (\text{Vendas} \div \text{Ativo Total})$	Brockman, Martin e Unlu (2010).

Fonte: Dados da pesquisa.



As variáveis referentes às empresas foram *winsorized* nos níveis de 1% e 99% (BORISOVA et al., 2015). Para testar a primeira hipótese, ou seja, de que há uma relação positiva entre a concentração de propriedade e o custo da dívida nos BRICS, foi usado o seguinte modelo:

$$\begin{aligned} \text{CustoDivida}_{it} = & \alpha + \beta_1 \text{HHI}_{it} + \beta_2 \text{IFRS}_{it} + \beta_3 \text{Endividamento}_{it} + \beta_4 \text{Tamanho}_{it} + \\ & \beta_5 \text{Rentabilidade}_{it} + \beta_6 \text{Tangibilidade}_{it} + \beta_7 \text{OportunidadeCrescimento}_{it} + \\ & \beta_8 \text{CoberturaJuros}_{it} + \beta_9 \text{Z-Score}_{it} + \beta_{10} \text{MargemLíquida}_{it} + \varepsilon \end{aligned}$$

Nesse contexto, o custo da dívida é a variável dependente, variando conforme empresa  $i$  e no ano  $t$ . A HHI é a variável de interesse, representada pelo índice Herfindal, alterando por empresa  $i$  no ano  $t$ . Endividamento, tamanho, rentabilidade, tangibilidade, oportunidadeCrescimento, cobertura de juros, Z-Score, margem líquida são variáveis de controle específicas de cada empresa  $i$ , que mudam no ano  $t$ . A composição dessas variáveis estão descritas no Quadro 1.

Para testar a segunda hipótese de que há uma relação negativa entre a concentração de propriedade e o valor da empresa nos BRICS tem-se o seguinte modelo:

$$\begin{aligned} \text{ValorEmpresa}_{it} = & \alpha + \beta_1 \text{HHI}_{it} + \beta_2 \text{IFRS}_{it} + \beta_3 \text{Endividamento}_{it} + \beta_4 \text{Tamanho}_{it} + \\ & \beta_5 \text{Rentabilidade}_{it} + \beta_6 \text{Tangibilidade}_{it} + \beta_7 \text{OportunidadeCrescimento}_{it} + \varepsilon \end{aligned}$$

O valor da empresa nesse modelo é a variável dependente, representada pelo Q de Tobin, correspondendo à empresa  $i$  em determinado ano  $t$ . A variável de interesse é o HHI, constituído pelo índice Herfindal de acordo com empresa  $i$  no ano  $t$ . Endividamento, tamanho, rentabilidade, tangibilidade, OportunidadeCrescimento são variáveis de controle específicas para o nível empresa  $i$  referente ao ano  $t$ .

Para testar a hipótese 3 de que os custos de dívidas são negativamente relacionados com o valor das empresas pertencentes aos BRICS foi usado o modelo similar à hipótese anterior, mudando apenas a variável de interesse, representada pelo custo da dívida. Já para examinar a hipótese 4 a da concentração propriedade e o custo da dívida acarreta em uma relação negativa com o valor da empresa foi aplicado um modelo de interação, no caso moderação. Baron e Kenny (1986) deliberam que uma variável moderadora interfere na direção, bem como na intensidade da relação entre a variável dependente e a de interesse, podendo até mesmo alterar a referida relação (VIEIRA,

2009). Para tal, é gerada uma nova variável, decorrente da multiplicação do custo da dívida pelo HHI, já que esse varia entre 0 e 1. A seguir encontra-se o modelo utilizado. As variáveis dos modelos são as descritas no Quadro 1.

$$\begin{aligned} ValorEmpresait = & \alpha + \beta_1CustoDívidait + \beta_2HHIit + \beta_3CustoDívidait*HHIit + \\ & \beta_4Endividamentoit + \beta_5Tamanhoit + \beta_6Rentabilidadeit + \beta_7Tangibilidadeit + \\ & \beta_8OportunidadeCrescimentoit + \varepsilon \end{aligned}$$

Para testar os modelos descritos acima foram usadas as regressões em OLS comumente utilizadas na literatura (ARENA, 2017; CHEN; KING, 2014; LIM; WANG; ZENG, 2018; RYU; YOO, 2011), com uma abordagem complementar da aplicação de regressão quantílica (RQ). Ressalta-se que a escolha por essa metodologia como teste de robustez decorre da possibilidade de uma análise mais detalhada das oscilações que podem ocorrer na variável dependente em relação às variáveis explicativas por meio dos percentis, pois pode-se obter diferentes estimações de parâmetros para cada percentil (FÁVERO; BELFIORE, 2017).

Outra vantagem da RQ é sua robustez frente à presença de *outliers*, além de não exigir o pressuposto de normalidade dos resíduos, fornecendo estimações mais eficientes. A regressão quantílica é similar a MQO, porém efetua a soma ponderada dos resíduos absolutos. Os testes e a aplicação dos modelos foram feitos de forma individualizada por país para que seja possível evidenciar as similaridades e diferenças de cada país, sobretudo devido às diferenças no quantitativo amostral, descrito na Tabela 1.

Para todos os países da amostra foram feitas regressões OLS e quantílicas. Ressalta-se que a estimação da regressão quantílica é decorrente da não necessidade de normalidade dos resíduos, sendo uma alternativa ao MQO (métodos quantitativos) (FÁVERO; BELFIORE, 2017). Ademais, permite analisar diferentes comportamentos das variáveis explicativas para determinados percentis da distribuição, bem como uma análise mais completa sobre as diferenças no comportamento da variável dependente frente a alterações em cada variável explicativa em diversos pontos da distribuição, propiciando analisar, inclusive, alterações de sinal no parâmetro não sensíveis à existência de *outliers* e à distribuição assimétrica da variável dependente. A estimação de modelos de regressão quantílica não tem como pressuposto a existência de normalidade dos resíduos, o que faz com que possam ser utilizados alternativamente os modelos estimados pelo método de mínimos quadrados ordinários.

### 3.3 Estatística descritiva

Na Tabela 2 é possível verificar que a China tem os menores custos de dívida, com ápice em 2008, porém, ainda abaixo dos demais países. Esse dado contrasta com os da Rússia, que apresenta os custos mais elevados, com ênfase em 2010, 2014, 2015 e 2016, a taxas de 33,8%, 19,6%, 40,6 e 39,9% respectivamente. Lim, Wang e Zeng (2018) afirmam que o custo da dívida na China é altamente influenciado pelos subsídios governamentais; logo, pode-se inferir que este seja um dos fatores que possa ter ocasionado, para esse país, custos de dívida menores que os demais, próximo aos 7%, corroborando com Chui, Kwok e Zhou (2016).

Tabela 2 – Média do custo da dívida por país (%)

Ano	Brasil	Rússia	Índia	China	África do Sul
2007	24.2	22	22	8.81	27.3
2008	27.4	13.9	13.9	12.8	33.9
2009	32	29.5	26	9.41	30
2010	15.9	33.8	22.6	7.49	22.2
2011	17.6	18.3	18.3	7.4	16.6
2012	15.3	13.6	13.6	7.65	18.5
2013	14.1	15.3	15.3	7.09	14.2
2014	16	19.6	19.3	7.79	15.6
2015	22.2	40.6	22.9	7.61	12.8
2016	24.1	39.9	26.6	6.65	14
Total	19.5	24.7	19.9	8.07	19.6

Fonte: Elaboração própria.

A tabela mostra a evolução do custo da dívida de 2007 a 2016 por país, feito de acordo com a média anual de cada um.

É possível verificar que 2009 foi um ano em que quase todos os países apresentaram percentuais mais elevados, bem como a África do Sul, em 2008 e 2009, possivelmente decorrente da crise econômica financeira ocorrida no referido período. Entretanto, o país citado apresentou, após 2014, custos inferiores aos dos Brasil, Rússia e Índia, em contraponto com um dos índices mais elevados em 2008 e 2009. No Brasil e demais países, com exceção da China, é possível verificar uma variação de 13% a 40% nos BRICS.

Na Tabela 3 consta a média da concentração acionária por país, de 2007 a 2016. Nela verifica-se que o Brasil apresenta uma média quase constante, variando de 20% a 23%, seguido pela Rússia, que demonstrou uma evolução no referido período de aproximadamente 50%, subindo de 20%, em 2007, para 40%, em 2016.

Tabela 3 – Média da concentração de propriedade

Ano	Brasil	Rússia	Índia	China	África do Sul
2007	0.225	0.209	0.154	0.181	0.097
2008	0.209	0.269	0.149	0.189	0.093
2009	0.200	0.342	0.153	0.188	0.119
2010	0.233	0.343	0.159	0.183	0.120
2011	0.211	0.357	0.160	0.178	0.136
2012	0.203	0.361	0.160	0.177	0.127
2013	0.203	0.377	0.167	0.173	0.142
2014	0.201	0.392	0.171	0.165	0.143
2015	0.210	0.418	0.168	0.156	0.156
2016	0.215	0.402	0.169	0.151	0.157
Média geral	0.210	0.33	0.165	0.173	0.132

Fonte: Elaboração própria – Média da concentração acionária por país por meio do índice Herfindal.

A Índia teve um crescimento de quase 2%, subindo de 15% para 16,9%, e a África do Sul cresceu 14% em 10 anos, passando de 1% para 15%. Já a China apresentou resultado inverso, mostrando uma redução na concentração acionária, inicialmente com 18% e migrando para 15%. É possível verificar, por meio da Tabela 2, que há uma concentração acionária maior que 20% para o Brasil e para a Rússia, estando os demais países com valores próximos a 15%.

Na Tabela 4 são apresentadas as variáveis descritivas por país, bem como a média, desvio padrão, mínimo e máximo, e os percentis 10, 25, 50 e 90.

Tabela 4 – Variáveis, média, desvio padrão e percentis

País	Variáveis	N	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo	p10	p25	p75	p50	p90	
África do Sul	Custo dívida	1387	0.196	0.328	1.65e-05	3.870	0.0406	0.0754	0.180	0.113	0.343	
	HHI	1387	0.132	0.149	1.51e-05	0.876	0.0212	0.0392	0.163	0.0760	0.318	
	Q de Tobin	1387	1.438	1.120	0.0691	9.004	0.479	0.768	1.749	1.139	2.786	
	Endividamento	1387	0.181	0.172	0.00116	0.920	0.0177	0.0576	0.247	0.130	0.410	
	Tamanho	1387	20.05	2.109	15.36	25.42	17.40	18.42	21.48	20.09	22.68	
	Margem Líquida	1331	0.116	0.289	-1.092	2.498	-0.023	0.0251	0.148	0.0615	0.341	
	Rentabilidade	1387	0.0902	0.0925	-0.287	0.512	0.0066	0.0407	0.131	0.0790	0.202	
	Tangibilidade	1387	0.255	0.249	0	0.887	0.0046	0.0265	0.446	0.172	0.653	
	Oportunidade											
	Crescimento	1387	3.091	9.221	0.0441	201.9	0.432	0.892	3.022	1.608	5.569	
Z-Score	1235	2.777	2.741	-8.383	32.19	0.530	1.416	3.654	2.314	5.248		
Cobertura Juros	1387	25.62	127.8	-29.84	2736	0.378	1.934	12.75	5.005	48.12		
Brasil	Custo dívida	1344	0.302	1.603	0.000186	38.16	0.0391	0.0685	0.186	0.114	0.359	
	HHI	1344	0.210	0.212	1.00e-08	0.999	0.0238	0.0561	0.296	0.140	0.460	
	Q de Tobin	1344	1.203	1.038	0.0534	9.713	0.361	0.584	1.440	0.910	2.358	
	Endividamento	1344	0.216	0.139	0.000120	0.680	0.0426	0.102	0.312	0.204	0.412	
	Tamanho	1344	21.07	1.531	15.74	25.48	19.28	20.05	22.06	21.09	23.14	
	Margem Líquida	1337	0.180	5.695	-8.905	207.1	-0.101	0.00134	0.130	0.0590	0.255	
Rentabilidade	1344	0.0631	0.0727	-0.255	0.348	-0.0189	0.0248	0.104	0.0593	0.151		

(Continua)

(Continuação da tabela 4)

	Tangibilidade	1344	0.260	0.230	0.000145	0.893	0.00660	0.0476	0.399	0.213	0.612
	Oportunidade										
	Crescimento	1344	2.271	3.961	0.0201	76.06	0.319	0.623	2.425	1.267	4.615
	Z-Score	1340	1.750	2.285	-8.686	41.56	0.252	0.679	2.151	1.192	3.844
	Cobertura Juros	1344	10.31	70.85	-274.6	2112	-0.930	0.974	5.748	2.400	15.36
China	Custo dívida	16281	0.0802	0.150	0.000651	2.282	0.0163	0.0324	0.0718	0.0511	0.120
	HHI	16281	0.173	0.147	5.18e-09	0.986	0.0290	0.0642	0.246	0.133	0.371
	Q de Tobin	16281	2.374	2.102	0.148	20.78	0.632	1.039	2.954	1.814	4.721
	Endividamento	16281	0.234	0.158	0.00137	0.677	0.0372	0.102	0.342	0.216	0.457
	Tamanho	16281	20.34	1.461	16.96	25.76	18.69	19.34	21.13	20.15	22.25
	Margem Líquida	16136	0.0609	0.174	-1.647	0.638	-0.0200	0.0180	0.122	0.0566	0.207
	Rentabilidade	16281	0.0432	0.0568	-0.182	0.276	-0.0170	0.0147	0.0705	0.0392	0.110
	Tangibilidade	16281	0.296	0.212	0.00161	0.994	0.0390	0.126	0.433	0.260	0.602
	Oportunidade										
	Crescimento	16281	4.465	5.410	0.0959	62.57	1.131	1.848	5.151	3.013	8.588
Z-Score	16093	4.205	11.21	-83.43	1054	0.839	1.442	4.397	2.484	8.306	
Cobertura Juros	16281	28.03	114.6	-45.31	1503	-1.171	1.081	11.25	3.508	40.54	
Índia	Custo dívida	21027	0.153	0.293	0.0002	3.239	0.0308	0.0606	0.137	0.0951	0.210
	HHI	21027	0.165	0.155	1.00e-08	0.992	0.0305	0.0577	0.226	0.110	0.376
	Q de Tobin	21027	1.320	1.510	0.0679	12.95	0.305	0.519	1.453	0.872	2.737
	Endividamento	21027	0.292	0.188	0.0007	0.887	0.0427	0.137	0.424	0.282	0.553
	Tamanho	21027	18.37	1.915	14.35	24.25	16.10	17.02	19.49	18.16	20.89
	Margem Líquida	18153	0.0586	0.561	-9.519	1.933	-0.0838	0.0101	0.171	0.0575	0.373
	Rentabilidade	21027	0.0646	0.0764	-0.250	0.350	-0.0184	0.0199	0.107	0.0631	0.154
	Tangibilidade	21027	0.340	0.223	0.0014	0.881	0.0418	0.151	0.507	0.326	0.651
	Oportunidade										
	Crescimento	21027	2.306	3.768	0.0352	32.41	0.240	0.481	2.466	1.059	5.332
Z-Score	15037	2.609	17.16	-15.70	1958	0.245	0.745	2.694	1.526	4.996	
Cobertura Juros	21027	19.10	103.1	-179.4	1613	-0.836	0.799	5.762	2.215	21.13	
Rússia	Custo dívida	1024	0.201	0.398	0.000255	3.645	0.0283	0.0604	0.164	0.0991	0.366
	HHI	1024	0.354	0.256	1.00e-08	0.999	0.0440	0.152	0.499	0.312	0.762
	Q de Tobin	1024	0.938	0.682	0.0109	5.546	0.299	0.505	1.143	0.815	1.677
	Endividamento	1024	0.213	0.150	0.000189	0.885	0.0379	0.103	0.295	0.183	0.425
	Tamanho	1024	21.17	1.950	15.80	26.80	18.77	19.75	22.25	21.11	23.65
	Margem Líquida	991	-1.722	54.55	-1717	14.23	-0.0830	0.00101	0.119	0.0452	0.219
	Rentabilidade	1024	0.0757	0.130	-2.968	0.679	-0.0108	0.0293	0.118	0.0702	0.180
	Tangibilidade	1024	0.462	0.251	-0.192	0.937	0.0942	0.252	0.661	0.489	0.795
	Oportunidade										
	Crescimento	1024	1.667	3.788	0.0126	52.01	0.189	0.364	1.507	0.737	3.251
Z-Score	917	1.627	2.156	-18.83	27.78	0.0508	0.627	2.179	1.340	3.471	
Cobertura Juros	1024	45.68	501.0	-423.5	12240	-0.471	1.135	10.35	3.467	34.20	

Fonte: Elaboração própria

Na Tabela 4 é possível verificar que a média geral do custo de dívida na África do Sul é de 18% e que os 10% menores custos representados pelo percentil 10 são de até 4%, enquanto os 90% maiores custos são de até 34%. No Brasil, a média foi a mesma da África do Sul e os 10% menores custos de dívida de até 3%, com os 90% maiores também de 34%. Na China, a média geral foi de 8%, sendo percentil 10 de 1,6% e percentil 90 de 12%. Na Rússia, a média foi de 17% com percentil 10 de 2% e 90 de 34%. Na Índia, a média foi de 15%, os menores custos de até 3% de custo de dívida e 90% mais elevados de 21%. Dessa forma, é possível verificar que a média geral dos cinco países é

relativamente próxima. Já em relação à concentração acionária a média geral da África do Sul foi de 13%; do Brasil, 18%; da China e da Rússia, 17%, e, por fim, da Índia, com 15%. A concentração acionária também demonstra valores próximos, com uma variação de no máximo 5% entre a menor média e a maior. A correlação entre as variáveis consta no apêndice e é possível verificar que não houve relação que denotasse multicolinearidade para nenhum dos países.

#### 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nesta seção são apresentados os resultados das regressões por MQO. Na Tabela 5 são apresentadas a regressão em relação a hipótese 1 que afirma haver uma relação positiva entre a concentração de propriedade e o custo da dívida nos BRICS.

Tabela 5 – Tabela de regressões referente a hipótese 1 de que há haver uma relação positiva entre a concentração de propriedade e o custo da dívida nos BRICS. A variável dependente é o custo da dívida. A variável de interesse é o HHI que é constituída pelo índice Herfindal. Entre parênteses é apresentado o desvio padrão.

Variáveis	África do Sul	Brasil	China	Índia	Rússia
HHI	-0.0389 (0.0619)	0.0262 (0.2250)	0.00515 (0.0101)	0.00880 (0.0305)	0.0232 (0.0791)
IFRS	-0.1150* (0.0358)	0.0587 (0.0979)	-0.0223* (0.0038)	0.0130* (0.0049)	-0.03210 (0.0344)
Endividamento	-0.5490* (0.0871)	-1.8210* (0.441)	-0.2680* (0.0165)	-0.3530* (0.0239)	-0.9190* (0.1330)
Tamanho	-0.0099** (0.0045)	-0.0800** (0.0346)	-0.0037* (0.0014)	-0.00698* (0.0018)	-0.0290* (0.0111)
Rentabilidade	0.1100 (0.1380)	0.7920 (0.826)	-0.0692*** (0.0363)	-0.0345 (0.0551)	0.0920 (0.1210)
Tangibilidade	-0.0889*** (0.0483)	0.0849 (0.103)	0.0400* (0.0067)	-0.0128 (0.0113)	-0.1450** (0.0623)
Oportunidade Crescimento	0.0026** (0.0011)	0.0075 (0.0057)	0.0016* (0.0004)	0.0008 (0.0010)	0.0078* (0.0027)
Cobertura Juros	-0.0001* (0.0000)	-0.0005 (0.0004)	-0.0001* (0.000)	-0.0001* (0.0000)	-0.0000* (0.0000)
Z-Score	-0.0083** (0.0036)	-0.0062 (0.0283)	-2.79e-05 (0.0001)	0.0002 (0.0001)	-0.0038 (0.0108)
Margem líquida	-0.02050 (0.0290)	-0.0001 (0.0009)	-0.0447* (0.0110)	-0.00998 (0.0089)	0.0002* (0.0000)
Constante	0.6110* (0.0904)	2.2470* (0.7030)	0.2220* (0.0278)	0.3610* (0.0353)	1.078* (0.2380)
Observações	1224	1333	16090	14987	917
R <sup>2</sup>	0.1280	0.0300	0.0970	0.0800	0.1420

\*\*\* p<0.10, \*\* p<0.05, \* p<0.01

Fonte: Elaboração própria

É possível averiguar, na tabela 5, que não existe uma relação significativa do custo da dívida com o HHI para nenhum dos países. O endividamento foi significativo e negativo toda a amostra a 1% , corroborando com os resultados encontrados por Konraht, Vicente e Camargo (2016) e outros (CHEN, B., et al., 2016; DENG; ELYASIANI; MAO, 2017; LIU; XIA; YANG, 2017) e discordando dos resultados de Anderson e Mansi (2001), Bliss e Gul (2012) e Deng, Elyasiani e Mao (2017). Isso mostra que o endividamento afeta negativamente o custo da dívida, divergindo das pesquisas em mercados desenvolvidos e evidenciando ser uma peculiaridade nos mercados emergentes.

O tamanho demonstrou influenciar negativamente o custo da dívida para África do Sul e Brasil a níveis de significância estatística de 5% juntamente com a China, Índia e Rússia a níveis de 1%, asseverando os resultados encontrados por Konraht, Vicente e Camargo (2016) e outros (BRADLEY; CHEN, 2011; CHEN et al., 2016b; DENG; ELYASIANI; MAO, 2017; GHOUMA; BEN-NASR; YAN, 2017; KABIR; LI; VELD-MERKOULOVA, 2013; LIU et al., 2016; LIU; XIA; YANG, 2017; MANSI; MAXWELL; WALD, 2009; LIM, WANG E ZENG, 2018). Assim, pode-se inferir que as empresas menores têm maiores custos de dívida nos BRICS em consonância com a literatura.

Já a rentabilidade demonstrou ser relevante apenas para a China com *p-valor* menor que 0.10, denotando que quanto menor a rentabilidade de uma empresa, maior será o custo de dívida. Também é possível inferir que os países dos BRICS, ressalvado a China, não tem a rentabilidade como um fator influenciador do custo da dívida.

Em sequência, a tangibilidade não foi relevante para o Brasil e para a Índia. Na África do Sul e Rússia, houve uma relação inversa evidenciando que quanto menor os ativos tangíveis, maiores serão os custos de dívida, em conformidade com a literatura. Ao contrário das empresas chinesas, nas quais a relação foi positiva acompanhando os resultados de Liu et al. (2016), mas confrontando Rahaman e Zaman (2013) e Chen et al. (2016). Desse modo, é possível ver que a tangibilidade tem diferentes conotações conforme o país, às vezes sendo relevante e outras não.

Não obstante, a oportunidade de crescimento representada pela variável *Market-to-book* não apresenta significância estatística para o Brasil e para a Índia. Já para a África do Sul, China e Rússia, foi evidenciado uma relação positiva de forma que quanto maior a oportunidade de crescimento maiores são os custos de dívida, indo de encontro com Kabir, Li e Veld-Merkoulova (2013), Ghouma, Ben-Nasr e Yan (2017) e Quijano (2013)

Fields, Fraser e Subrahmanyam (2012), Chen e King, (2014), Bradley, Pantzalis e Yuan (2016) e Mansi, Wald e Jianzhong (2016).

A cobertura de juros também foi estatisticamente significativa, estabelecendo uma relação negativa em todos os países, salvo o Brasil. Isso prova que, quanto menor a capacidade de pagar os juros, maiores serão os custos de dívida e que nas empresas brasileiras este não é um fator relevante.

Pela regressão por MQO, O indicador de dificuldade financeira Z-score de Altman não foi relevante para o Brasil, Índia, China e Rússia, sendo ressaltante apenas para as empresas sul africanas. Assim como a margem líquida denotou significância estatística apenas nas empresas chinesas e russas com um impacto negativo e positivo no custo de dívida, respectivamente. De tal modo, pode-se interpretar que para as empresas chinesas, quanto menor os lucros maiores são os custos da dívida diferenciando-se das russas, de forma que maiores lucros estão relacionados a maiores custos de dívida.

Na tabela 6 são apresentados os resultados referentes a hipótese 2 que assegura existir uma relação negativa entre a concentração de propriedade e o valor da empresa nos BRICS, sendo a variável dependente o Q de Tobin.

Tabela 6 – Tabela de regressões por MQO referente a hipótese 2 de que há uma relação negativa entre a concentração de propriedade e o valor da empresa nos BRICS. A variável dependente é o Q de Tobin, a qual representa o valor de mercado. Entre parênteses é apresentado o desvio padrão.

Variáveis	África Sul	Brasil	China	Índia	Rússia
HHI	0.2260 (0.3140)	-0.2330 (0.1700)	-0.2510 (0.1770)	0.8980* (0.1640)	-0.2300*** (0.1360)
IFRS	0.0700 (0.0807)	-0.2710* (0.0992)	0.1330* (0.0394)	-0.1350* (0.0351)	-0.2030* (0.0517)
Endividamento	-0.5220** (0.2080)	-1.2970* (0.3450)	-2.8380* (0.1500)	-2.2770* (0.1280)	-0.7900* (0.1720)
Tamanho	-0.0775* (0.0274)	-0.0533*** (0.0279)	-0.564* (0.0214)	-0.0718* (0.0130)	-0.0128 (0.0186)
Tangibilidade	0.2390 (0.2300)	-0.2210 (0.1620)	-0.0927 (0.1090)	0.1060 (0.0999)	0.2550** (0.1210)
Rentabilidade	5.5320* (0.7410)	6.7630* (0.9440)	4.0790* (0.6250)	5.7240* (0.4580)	1.5070 (0.9190)
Constante	2.4440* (0.5160)	2.5190* (0.6060)	14.3100* (0.4370)	2.8570* (0.2380)	1.3800* (0.4260)
Observações	1387	1344	16281	21027	1024
R <sup>2</sup>	0.241	0.2850	0.2510	0.2080	0.1540

\*\*\* p<0.10, \*\* p<0.05, \* p<0.01

Fonte: Elaboração própria



Na tabela 6 é pode-se averiguar que a hipótese 2 não se sustenta para a África do sul, Brasil e China, sendo validada apenas para a Índia e Rússia. Contudo, as relações encontradas foram diferentes. A Índia demonstrou uma relação positiva com o Q de Tobin, denotando que quanto maior a concentração acionária, maior será o valor da empresa corroborando com Kumar e Singh (2013). De tal modo, a concentração de propriedade tende a ser um fator positivo, agregando valor à empresa e constituindo que provavelmente seja do interesse de *insiders* e *blockholders* aumentarem o valor desta e o monitoramento entre eles, indo de encontro com os achados de Silva e Leal (2006) e Su, Li e Wan (2017). O contrário da Rússia que externalizou que a concentração acionária tem efeito negativo no valor da empresa; segue-se, portanto, corroborando com os resultados de Konijn, Kraussl e Lucas (2011), Basu, Paeglis e Rahnamaei (2016), Sanchez, Fernández-Senra e Pérez-Alemán (2017).

O endividamento demonstrou que a empresa menos alavancada tem maior valor de mercado nos BRICS, indo ao encontro dos achados de Lozano, Martinez e Pindado (2016), Konijn, Kraussl e Lucas (2011) e Basu, Paeglis e Rahnamaei (2016). O endividamento tem atuação disciplinadora, pois limita o fluxo de caixa livre e reduz a possibilidade de desvio de lucros. Os resultados são consoantes a literatura, pois empresas mais endividadas tendem a ter menos valor de mercado, visto que aumentam o risco de sofrimento financeiro (GARCÍA-MECA; SÁNCHEZ-BALLESTA, 2011).

O tamanho também apresentou relevância estatística com impacto negativo nas empresas sul africanas, brasileiras, chinesas e indianas, em consonância com Lozano, Martinez e Pindado (2016), Basu, Paeglis e Rahnamaei (2016), Konijn, Kraussl e Lucas (2011), Chen e Ho (2000). A fim de, quanto menor a empresa, maior o seu valor. Porém, as empresas russas não têm o seu valor de mercado impactado pelo tamanho e sim pela tangibilidade, ao contrário dos demais países. Para a Rússia, quanto mais ativo tangível a empresa apresentar, menores serão os custos, possivelmente em virtude das garantias oferecidas. A relação positiva também pode advir do fato de que os ativos intangíveis promovem uma folga dos conflitos de agência em longo prazo, visto serem monitorados com mais facilidade.

A rentabilidade também exibiu relação estatisticamente relevante para todos os países, salvo a Rússia. Em geral, empresas mais rentáveis tem maiores custos seguindo resultados como os de Su, Li e Wan (2017) e Saona e San Martín (2016), indo de encontro com os achados de Grosfeld (2009).

Na tabela 7 são apresentados os resultados da regressão por MQO em relação a hipótese 3, que assegura existir uma relação negativa entre o custo de dívida e o valor das empresas pertencentes aos BRICS, tendo como variável dependente o valor da empresa representado pelo Q de Tobin.

Tabela 7 – Regressão por MQO referente a hipótese 3 de que há uma relação negativa entre o custo de dívida e o valor das empresas. A variável dependente é o Q de Tobin que representa o valor da empresa e o custo da dívida é a variável de interesse. Entre parênteses é apresentado o desvio padrão.

Variáveis	África do Sul	Brasil	China	Índia	Rússia
Custo Dívida	-0.1840 (0.1160)	-0.0119 (0.0250)	-0.3850** (0.1640)	-0.3550* (0.0673)	-0.0852 (0.0573)
IFRS	0.0498 (0.0809)	-0.2710* (0.0997)	0.1280* (0.0394)	-0.1290* (0.0352)	-0.2250* (0.0500)
Endividamento	-0.6300* (0.2190)	-1.3200* (0.3430)	-2.9440* (0.1550)	-2.5390* (0.1290)	-0.8920* (0.1800)
Tamanho	-0.0769* (0.0274)	-0.0516*** (0.0272)	-0.5690* (0.0203)	-0.0461* (0.0120)	-0.0120 (0.0188)
Tangibilidade	0.2280 (0.2380)	-0.2200 (0.1620)	-0.0947 (0.1080)	0.1060 (0.0997)	0.2390*** (0.1210)
Rentabilidade	5.4890* (0.7450)	6.7850* (0.9510)	3.9170* (0.6230)	5.5230* (0.4540)	1.5020 (0.9230)
Constante	2.5400* (0.5170)	2.4400* (0.5800)	14.4300* (0.4210)	2.6730* (0.2270)	1.3450* (0.4260)
Observações	1387	1344	16281	21027	1024
R <sup>2</sup>	0.2430	0.2830	0.2510	0.2040	0.1490

\*\*\* p<0.10, \*\* p<0.05, \* p<0.01

Fonte: Elaboração própria.

Pode-se constatar na tabela 7 que a hipótese 3 é refutada para a África do Sul, Brasil e Rússia. Porém, o custo da dívida demonstrou impactar negativamente no valor da empresa para as empresas chinesas e russas de forma que, as empresas que tem menores custos de dívida apresentaram maior valor.

As variáveis de controle provaram manter as mesmas relações explanadas no modelo anterior, com poucas variações de percentis. As explicações dessas relações estão descritas na análise de resultados da Tabela 6.

#### 4.1 Testes de robustez

Para efetuar uma análise mais detalhada em relação as variáveis, optou-se por utilizar regressão a quantílica. Conforme dito anteriormente, a regressão quantílica permite uma análise mais completa da variável dependente em relação as variáveis

explicativas nos diversos percentis. Portanto, é possível averiguar o comportamento da variável em cada percentil, e não apenas em uma média geral como ocorre com a MQO.

Na tabela 8 são apresentados os resultados da regressão quantílica em 4 percentis 25, 50, 75 e 90 que representam o percentual do custo da dívida, utilizado na regressão para testar a hipótese 1, que assevera haver uma relação positiva entre a concentração de propriedade e o custo da dívida nos BRICS.

Tabela 8 – Regressão quantílica consoante a hipótese 1 de que há uma relação positiva entre a concentração de propriedade e o custo da dívida nos BRICS. A variável dependente é o custo da dívida composto pela razão dos juros pagos com a dívida de curto e longo prazo, e a variável de interesse é a concentração acionária oriunda do índice Herfindal representado pelo HHI.

Variáveis	África do Sul				Brasil				China			
	q25	q50	q75	q90	q25	q50	q75	q90	q25	q50	q75	q90
HHI	-0.0126 (0.0182)	-0.0196 (0.0176)	-0.0553* (0.0178)	-0.1420*** (0.0781)	0.0096 (0.0091)	0.0095 (0.0106)	0.0045 (0.0184)	-0.0406 (0.0610)	-0.0101* (0.0016)	-0.0066* (0.0025)	-0.0020 (0.0020)	0.0089 (0.0058)
IFRS	-0.0175* (0.0058)	-0.0291* (0.0060)	-0.0544* (0.0142)	-0.2040** (0.0849)	-0.0001 (0.0047)	-0.00198 (0.00830)	0.00457 (0.0138)	0.0275 (0.0767)	-0.0016* (0.0005)	-0.0025* (0.0003)	-0.0038* (0.0009)	-0.0054** (0.0024)
Endividamento	-0.1170* (0.0103)	-0.1750* (0.0170)	-0.2870* (0.0364)	-0.4890* (0.0617)	-0.1080* (0.0247)	-0.2390* (0.0355)	-0.4330* (0.0521)	-0.8800* (0.1540)	-0.0115* (0.0019)	-0.0418* (0.0018)	-0.1030* (0.0040)	-0.2390* (0.0108)
Tamanho	-0.0044* (0.0012)	-0.0082* (0.0013)	-0.0137* (0.0021)	-0.0253* (0.0070)	-0.0089* (0.0013)	-0.0189* (0.0017)	-0.0313* (0.0028)	-0.0583* (0.0083)	-0.0027* (0.0001)	-0.0035* (0.0002)	-0.0041* (0.0003)	-0.0047* (0.0010)
Rentabilidade	0.0777*** (0.0430)	0.0642*** (0.0389)	0.1020 (0.0780)	0.0938 (0.1670)	0.1250** (0.0565)	-0.01320 (0.0947)	-0.1090 (0.1590)	-0.2250 (0.2420)	0.06290* (0.0046)	0.0305* (0.0075)	-0.0166*** (0.0098)	-0.1010* (0.0369)
Tangibilidade	0.00557 (0.0064)	0.0044 (0.0087)	-0.0231 (0.0187)	-0.1120* (0.0433)	0.0150*** (0.0085)	0.0156 (0.0125)	0.0120 (0.0220)	0.0684 (0.0796)	0.02760* (0.0011)	0.0285* (0.0014)	0.0323* (0.0018)	0.0411* (0.0045)
Oportunidade Crescimento	0.0002 (0.0003)	0.0009 (0.0007)	0.0017 (0.0014)	0.0035 (0.0023)	0.0017* (0.0004)	0.0038* (0.0012)	0.0043 (0.0031)	0.01160 (0.0150)	0.0001*** (0.0000)	0.0003* (0.0000)	0.0009* (0.0001)	0.0015* (0.0005)
Cobertura Juros	-0.0002** (0.0000)	-9.23e-05 (0.0000)	-0.0000** (0.0000)	-0.0001** (0.0000)	-0.0004* (0.0001)	-0.0005* (0.0001)	-0.0006 (0.0004)	-4.03e-05 (0.0005)	-0.0000* (0.0000)	-0.0000* (0.0000)	-0.0000* (0.0000)	-0.0001* (0.0000)
Z-Score	-0.0028** (0.0013)	-0.0050* (0.0013)	-0.0093* (0.0025)	-0.0158** (0.0068)	-0.0032 (0.0022)	-0.0067*** (0.0037)	-0.0029 (0.0059)	-0.0088€ (0.0159)	-2.14e-05 (0.0000)	-5.55e-05 (0.0000)	-0.0001 (0.0001)	0.0010*** (0.0006)
Margem Líquida	0.0014 (0.0081)	-0.0070 (0.0082)	-0.0263 (0.0173)	-0.0290 (0.0341)	0.0004 (0.0055)	0.0001 (0.0070)	-8.42e-05 (0.0122)	-0.0003 (0.0198)	-0.0284* (0.0018)	-0.0298* (0.0028)	-0.0339* (0.0031)	-0.0578* (0.0115)
Constante	0.2100* (0.0271)	0.3490* (0.0297)	0.5830* (0.0525)	1.1620* (0.1640)	0.2810* (0.0328)	0.5890* (0.0417)	0.9660* (0.0728)	1.7680* (0.2480)	0.0868* (0.0031)	0.1300* (0.0046)	0.1790* (0.0072)	0.2680* (0.0200)
R <sup>2</sup>	0.0716	0.0739	0.1014	0.148	0.0318	0.0473	0.0763	0.0923	0.0643	0.0502	0.0619	0.1107
Observações	1224				1333				16090			

(Continua)

(Continuação Tabela 8)

Variáveis	Índia				Rússia			
	q25	q50	q75	q90	q25	q50	q75	q90
HHI	-0.0126* (0.0024)	-0.0144* (0.0028)	-0.0038 (0.0042)	-0.0027 (0.0095)	-0.0079 (0.0102)	-0.0146 (0.0103)	0.0204 (0.0248)	0.0469 (0.0790)
IFRS	0.0086* (0.0011)	0.0134* (0.0008)	0.0174* (0.0014)	0.01870* (0.0024)	-0.0127** (0.0054)	-0.00204 (0.0052)	-0.0121 (0.0079)	-0.0674 (0.0669)
Endividamento	-0.0260* (0.0038)	-0.0682* (0.0027)	-0.1440* (0.0063)	-0.2920* (0.0155)	-0.0870* (0.0268)	-0.1880* (0.0286)	-0.3670* (0.0397)	-0.9020* (0.1300)
Tamanho	-0.0047* (0.0002)	-0.0061* (0.0003)	-0.0072* (0.0003)	-0.0060* (0.0006)	-0.0102* (0.0015)	-0.0136* (0.0011)	-0.0216* (0.0018)	-0.0576* (0.0089)
Rentabilidade	0.0630* (0.0117)	0.0309** (0.0123)	0.0202 (0.0148)	-0.0793* (0.0230)	0.0769* (0.0272)	0.0257 (0.0452)	0.0447 (0.0810)	0.2790 (0.3240)
Tangibilidade	0.0021 (0.0025)	-0.0034 (0.0022)	-0.0105* (0.0029)	-0.0335* (0.0055)	-0.0256* (0.0088)	-0.0250 (0.0155)	-0.0502** (0.0217)	-0.1680*** (0.0857)
Oportunidade Crescimento	-0.0005* (0.0001)	-0.0001*** (0.0001)	0.0003 (0.0002)	-0.0005 (0.0008)	0.0017** (0.0007)	0.0048** (0.0022)	0.0114* (0.0037)	0.0074 (0.0068)
Cobertura Juros	-0.0001* (0.0000)	-0.0001* (0.0000)	-0.0000* (0.0000)	-0.0001 (0.0000)	-5.81e-05 (0.0000)	-2.45e-06 (0.0000)	-1.45e-06 (0.0000)	-2.66e-05 (0.0000)
Z-Score	6.31e-05 (0.0002)	0.0001 (0.0002)	0.0001 (0.0008)	0.0046 (0.0028)	-0.0059* (0.0020)	-0.0076*** (0.0041)	-0.0113*** (0.0062)	-0.0080 (0.0179)
Margem Líquida	-0.0042** (0.0020)	-0.0136* (0.0031)	-0.0162* (0.0026)	-0.0248* (0.0049)	4.26e-05 (0.0085)	0.0001 (0.0122)	0.0001 (0.0046)	0.0004 (0.0161)
Constante	0.1510* (0.0046)	0.2240* (0.0065)	0.3030* (0.0071)	0.3980* (0.0153)	0.3280* (0.0362)	0.4590* (0.0282)	0.7310* (0.0552)	1.9000* (0.2670)
R <sup>2</sup>	0.0398	0.0498	0.0689	0.1033	0.0453	0.0658	0.1043	0.1775
Observações	14987				917			

\*\*\* p&lt;0.10, \*\* p&lt;0,05 \*p&lt;0.01

Fonte: Elaboração própria

Os resultados do Brasil e Rússia são consoantes aos apresentados pela regressão MQO na tabela 5. A concentração também apresentou uma relação inversa na Índia nos quintis 25 e 50, denotando que apenas as empresas com os 50% menores custos de dívida da amostra são influenciadas pela concentração acionária. Quando o custo da dívida está acima dos 50% maiores, a concentração acionária não influencia. Na China, o HHI apresentou uma relação negativa com o custo da dívida nos percentis 25 e 50, similarmente à Índia que, acima dos 75% maiores custos de dívida, a existência de concentração acionária não interfere. Na África do Sul, os percentis 75 e 90 também impactam negativamente no Q de Tobin, evidenciando assim que os 50% menores custos não têm relação com a concentração. Portanto, pode-se concluir que, exceto o Brasil, há uma relação inversa da concentração acionária como custo da dívida e que quanto menor a concentração acionária, maior será o custo de dívida, possivelmente decorrente da possibilidade de assunção de riscos, corroborando com os achados de Faccio, Marchica e Mura (2011), Aubert, Kern e Hollandts (2017) e indo de encontro com pesquisas como Lin et al. (2011), Lugo (2016), Huang e Petkevich (2016). Desse modo, a hipótese de pesquisa de que há uma relação positiva da concentração acionária com o custo da dívida foi rejeitada.

Na regressão quantílica, em oposto aos resultados da MQO, pode-se verificar a existência de uma relação estatisticamente significativa da rentabilidade em alguns percentis. Na Rússia, ela mostrou impactar apenas o percentil 25 com coeficiente positivo similarmente ao Brasil e a África do Sul que, também teve significância no percentil 50, em consonância com Chen et al. (2016) e em contraste com Mansi, Wald e Jianzhong (2016), Liu et al. (2016) e Bradley e Chen (2011). As empresas chinesas apresentaram um coeficiente positivo para os percentis 25 e 50 semelhante a Liu et al. (2016) e negativo para os percentis 75 e 90, bem como na MQO, corroborando com os resultados de Lim, Wang e Zeng (2018), revelando características diferentes conforme o percentil. Dessa forma, é possível inferir que as empresas chinesas com os 25% menores custos de dívida têm uma relação positiva e que, dos 75% aos 90% maiores custos, quanto menor a rentabilidade maior são os custos de dívida. Por outro lado, empresas mais rentáveis podem ter custos de dívida mais elevados, como demonstraram as empresas russas, indianas e chinesas com os 25% menores custos de dívida.

Apesar da regressão por MQO exibida na tabela 5 não ter evidenciado relevância estatística da tangibilidade nas empresas brasileiras e indianas, a regressão quantílica demonstrou que no percentil 25 nas empresas brasileiras existe uma relação positiva,

inferindo que as empresas que possuem mais ativos tangíveis tem maiores custos de dívida. Tal fato possivelmente ocorra em decorrência dessas empresas terem menor liquidez. Já as indianas trazem nos percentis 75 e 90 uma relação negativa, de forma que quanto menos ativos tangíveis as empresas detêm, maiores são os custos de dívida para as empresas com os maiores custos. Já no cenário da Índia, essa característica pode ser decorrente de que, as empresas que arcam com maiores custos precisem oferecer maiores garantias. Similarmente, a África do Sul demonstra que os 90% maiores custos de dívida também são afetados negativamente pela tangibilidade.

Já a oportunidade de crescimento demonstrou uma relação positiva das empresas brasileiras nos percentis 25 e 50. Isso demonstra que dentre as empresas com os 50% menores custos de dívida, quanto maiores os resultados da *market-to-book* também são os custos de dívida. Porém, fica evidente que as empresas brasileiras e indianas que tem os 50% maiores custos de dívida não são afetados por esta variável, semelhante a Rússia nos 90% maiores custos. Em oposição as empresas brasileiras, os empreendimentos indianos demonstram serem afetados negativamente pela oportunidade de crescimento de forma que, dos 50% menores custos de dívida, quanto menor a *market-to-book* maiores são os custos. Desse modo, os resultados demonstram que não há uma uniformidade no comportamento desta variável, seguindo os resultados negativos esperados pela literatura na Índia e na China, porém, também com percentis que influenciam positivamente o custo da dívida.

No que tange a cobertura de juros, o Brasil demonstrou que os percentis 25 e 50 são negativamente relacionados. Deste modo infere-se que os 50% menores custos de dívida são impactados pela capacidade de pagamento de juros. Ou seja, quanto menor a capacidade de pagamento, maiores serão os custos. Em contraste com os 50% maiores custos, que não demonstram relação. Ressalta-se que apesar da MQO apresentar relevância estatística nas empresas russas, esse vínculo de causalidade não foi observado na quantílica.

O indicador de dificuldade, Z-Score de Altman, demonstrou uma relação negativa no percentil 50 para o Brasil. Na China, o percentil 90 foi positivo e para a Rússia, os percentis 25, 50 e 75 foram contrários, seguindo os resultados de Quijano (2013), Chen e King (2014), Bradley, Pantzalis e Yuan (2016) e Chen et al. (2016). Assim, tanto para o Brasil como para a Rússia, infere-se que quanto menor o indicador maior é o custo da dívida. Também pode-se concluir que essa medida de inadimplência não impacta no custo da dívida na Índia e na África do Sul.

Sobre a margem líquida, houve diferença nos resultados fornecidos pela MQO e quantílica. A quantílica mostrou um impacto negativo da margem líquida no custo da dívida em todos percentis estudados para as empresas indianas. De tal modo, denota-se que quanto menor o lucro, maior é o custo.

Na tabela 9 são apresentados os resultados da regressão quantílica em 4 percentis 25, 50, 75 e 90, os quais representam o percentual do Q de Tobin utilizado na regressão para testar a hipótese 2, de que existe uma relação negativa entre a concentração de propriedade e o valor da empresa nos BRICS.



Tabela 9 – Regressão quantílica consoante a hipótese 2 que há uma relação negativa entre a concentração de propriedade e o valor da empresa nos BRICS. A variável dependente é o valor de mercado representado pelo Q de Tobin e a variável de interesse é a concentração acionária oriunda do índice Herfindal representado pelo HHI.

Variáveis	Brasil				África do Sul				China			
	q25	q50	q75	q90	q25	q50	q75	q90	q25	q50	q75	q90
HHI	0.0918 (0.0693)	-0.0368 (0.0735)	-0.2910** (0.1250)	-0.1980 (0.2510)	-0.2470* (0.0779)	-0.3040** (0.1270)	0.0664 (0.3420)	1.2630** (0.6160)	-0.0743** (0.0302)	0.0377 (0.0611)	0.2400** (0.1180)	0.5120* (0.1760)
IFRS	-0.1140* (0.0356)	-0.2020* (0.0578)	-0.2130** (0.0908)	-0.5210*** (0.3090)	0.1280* (0.0321)	0.1230** (0.0542)	0.0463 (0.0826)	0.0289 (0.1170)	0.1020* (0.0133)	0.0356 (0.0232)	0.0296 (0.0340)	0.1030 (0.0699)
Endividamento	-0.8290* (0.1140)	-1.1020* (0.1450)	-1.5390* (0.2090)	-2.1800* (0.4760)	-0.2590* (0.0560)	-0.3740* (0.1280)	-0.6910* (0.2330)	-1.1820* (0.3760)	-1.5320* (0.0435)	-2.1860* (0.0453)	-3.1180* (0.0820)	-4.3120* (0.1660)
Tamanho	0.00532 (0.0108)	-0.0152 (0.0148)	-0.0714* (0.0156)	-0.1670* (0.0370)	-0.0616* (0.0052)	-0.0722* (0.0122)	-0.1130* (0.0203)	-0.2120* (0.0215)	-0.2780* (0.0034)	-0.4110* (0.0054)	-0.5920* (0.0075)	-0.8170* (0.0128)
Tangibilidade	-0.0117 (0.0517)	-0.1450*** (0.0749)	-0.1120 (0.1350)	-0.3960 (0.3000)	0.3130* (0.0956)	0.2290* (0.0720)	0.3070** (0.1470)	0.0220 (0.2470)	0.2670* (0.0195)	0.1180* (0.0346)	-0.0049 (0.0525)	-0.1450 (0.1350)
Rentabilidade	3.2180* (0.2920)	4.5690* (0.2800)	6.7770* (0.5070)	8.8580* (0.8090)	4.0120* (0.3460)	5.2620* (0.4380)	6.6500* (0.6470)	7.8680* (0.5330)	2.4700* (0.2460)	3.7320* (0.2120)	5.4000* (0.2810)	7.5790* (0.5840)
Constante	0.6250* (0.2260)	1.4840* (0.3260)	3.1770* (0.3660)	6.2380* (0.8310)	1.6230* (0.1360)	2.1440* (0.2620)	3.425* (0.3790)	6.0440* (0.4720)	7.1200* (0.0804)	10.6100* (0.1230)	15.3500* (0.1550)	21.4100* (0.2600)
R <sup>2</sup>	0.1097	0.1426	0.1912	0.2421	0.1564	0.1463	0.1743	0.1983	0.1504	0.1879	0.2036	0.2158
Observações	1344				1387				16281			

\*\*\* p<0.10, \*\* p<0,05 \*p<0.01

(Continua)

(Continuação Tabela 9)

Variáveis	Índia				Rússia			
	q25	q50	q75	q90	q25	q50	q75	q90
HHI	0.2660*	0.5510*	1.0230*	1.7000*	-0.0052	-0.0982	-0.1590**	-0.5240*
	(0.0188)	(0.0285)	(0.0915)	(0.1950)	(0.0504)	(0.0602)	(0.0752)	(0.1390)
IFRS	-0.0882*	-0.1240*	-0.1520*	-0.2510*	-0.1230*	-0.1580*	-0.2290*	-0.3240*
	(0.0063)	(0.0097)	(0.0248)	(0.0718)	(0.0350)	(0.0402)	(0.0658)	(0.0992)
Endividamento	-1.1300*	-1.5370*	-2.2510*	-3.3800*	-0.6570*	-0.8840*	-1.1000*	-0.9480*
	(0.0171)	(0.0181)	(0.0622)	(0.1350)	(0.0716)	(0.1020)	(0.1950)	(0.3660)
Tamanho	-0.0413*	-0.0332*	-0.0365*	-0.0998*	-0.0090**	0.0045	-0.00479	-0.0538
	(0.0016)	(0.0017)	(0.0057)	(0.0111)	(0.0046)	(0.0082)	(0.0144)	(0.0336)
Tangibilidade	0.2370*	0.2020*	0.1030**	-0.1200	0.3840*	0.2820*	0.0756	-0.1210
	(0.0183)	(0.0245)	(0.0472)	(0.1070)	(0.0446)	(0.0606)	(0.1000)	(0.2240)
Rentabilidade	1.7020*	2.5420*	4.6290*	7.5920*	2.2720*	2.5570*	2.8400*	3.7170*
	(0.0501)	(0.0646)	(0.1410)	(0.2030)	(0.1900)	(0.3410)	(0.5740)	(1.1760)
Constante	1.5720*	1.7600*	2.4340*	4.8500*	0.666*	0.7250*	1.4120*	3.0730*
	(0.0292)	(0.0289)	(0.0898)	(0.2260)	(0.1060)	(0.1790)	(0.3430)	(0.6420)
R <sup>2</sup>	0.1430	0.1439	0.1557	0.1783	0.1922	0.1677	0.1426	0.1297
Observações	21027				1024			

\*\*\* p&lt;0.10, \*\* p&lt;0,05 \*p&lt;0.01

Fonte: Elaboração própria

Na Tabela 9, a regressão quantílica apresentou diferentes resultados por país. No Brasil e na Rússia, apenas o percentil 75 foi relevante, com uma relação inversa com o Q de Tobin. O mesmo ocorre com a África do Sul nos percentis 25 e 50, ou seja, a concentração acionária mostrou-se afetar negativamente os 50% menores valores de empresa, não sendo relevante nos 75% e passando a afetar positivamente nos 90%. Já a China teve, no percentil 25, uma relação negativa e nos demais – 75 e 90 – uma relação positiva da concentração de propriedade com o valor da empresa, isto é, a concentração acionária não ajuda a responder o valor da empresa no percentil 50. No entanto, quando os valores são maiores – acima de 75% –, ela se torna relevante, demonstrando que quanto maior a concentração acionária, maior o valor da empresa. Nas empresas indianas, a concentração afeta positivamente o valor da empresa em todos os quartis.

A IFRS provou ser relevante no Brasil, Índia e Rússia, percentis 25 e 50 da África do Sul e o 25 da China. O endividamento manteve uma constância nos resultados similarmente aos resultados apresentados pela MQO na tabela 6.

Já o tamanho apontou no Brasil, nos quintis 50, 75 e 90 – bem como no quintil 25 na Rússia, juntamente com todos os quintis na China e na África do Sul –, que ocorre uma influência negativa no Q de Tobin, em consonância com Lozano, Martinez e Pindado (2016), Basu, Paeglis e Rahnamaei (2016), Konijn, Kraussl e Lucas (2011), Chen e Ho (2000). De tal modo, quanto menor a empresa, maior o seu valor. Assim, deduz-se que apenas as grandes empresas – aquelas que apresentam os 75% maiores valores no Brasil são afetadas pelo tamanho, possivelmente porque elas têm ciclo de vida estável em razão da maturidade (HIMMELBERG; HUBBARD; PALIA, 2001). Em contraste com a Rússia que exibiu uma relação inversa no percentil 25, caracterizando que o tamanho é relevante para empresas com os 25% menores valores do mercado.

A tangibilidade foi a que apresentou, para o Brasil, uma relação negativa apenas no percentil 50. Isso ocorre, possivelmente, em decorrência de menor liquidez, pois uma maior tangibilidade presume que há muitos ativos intangíveis que inviabilizam a geração de fluxo de caixa, acarretando uma relação negativa (GARCÍA-MECA; SÁNCHEZ-BALLESTA, 2011). Os quartis 25, 50 e 75 da África do Sul e Índia juntamente com os 25 e 50 da China e Rússia, revelaram que esse fator teve efeito positivo no Q de Tobin. Isso torna possível verificar que as empresa com os 90% maiores valores não são afetadas pela presença de ativos tangíveis. A rentabilidade foi uniforme em todos os países e quartis com impacto positivo no Q de Tobin; logo, quanto maior a rentabilidade, maior o valor da empresa.

Na tabela 10 são apresentados os resultados da regressão quantílica em 4 percentis 25, 50, 75 e 90, os quais representam o percentual do Q de Tobin utilizado na regressão para testar a hipótese 3 de que há uma relação negativa entre o custo de dívida e o valor das empresas pertencentes aos BRICS.

Tabela 10 – Regressão quantílica consoante a hipótese 3 de que há uma relação negativa entre o custo de dívida e o valor das empresas pertencentes aos BRICS. A variável dependente é o valor de mercado representado pelo Q de Tobin e a variável de interesse é o custo da dívida.

Varáveis	África do Sul				Brasil				China			
	q25	q50	q75	q90	q25	q50	q75	q90	q25	q50	q75	q90
Custo da Dívida	-0.0878** (0.0357)	-0.1220 (0.0884)	-0.0588 (0.0895)	-0.2080*** (0.1120)	-0.0258 (0.0686)	-0.00740 (0.0245)	0.0312 (0.0303)	-0.0041 (0.0410)	-0.7230* (0.1020)	-0.3860* (0.0651)	-0.1910*** (0.1060)	-0.3190 (0.2660)
IFRS	0.0782** (0.0357)	0.0783 (0.0645)	0.0389 (0.0850)	-0.0415 (0.1100)	-0.0890** (0.0453)	-0.2030* (0.0408)	-0.2230* (0.0751)	-0.4550*** (0.2710)	0.08790* (0.0188)	0.0085 (0.0187)	0.0122 (0.0367)	0.0853 (0.1000)
Endividamento	-0.3250* (0.1010)	-0.4300* (0.1110)	-0.7380* (0.2400)	-1.2200* (0.3110)	-0.8800* (0.1290)	-1.1130* (0.1220)	-1.4040* (0.2580)	-2.1520* (0.5440)	-1.6980* (0.0516)	-2.3160* (0.0627)	-3.1560* (0.0928)	-4.4110* (0.1980)
Tamanho	-0.0603* (0.0079)	-0.0646* (0.0169)	-0.1100* (0.0217)	-0.2130* (0.0383)	0.0035 (0.0088)	-0.0157** (0.00637)	-0.0757* (0.0245)	-0.1670* (0.0240)	-0.2710* (0.0061)	-0.3980* (0.0050)	-0.5810* (0.0077)	-0.7980* (0.0161)
Tangibilidade	0.2850* (0.0624)	0.2310*** (0.1190)	0.2910*** (0.1500)	0.3210 (0.2280)	-0.0096 (0.0442)	-0.1420*** (0.0855)	-0.1410 (0.147)	-0.3820 (0.286)	0.2670* (0.0241)	0.1190* (0.0415)	0.0352 (0.0501)	-0.0294 (0.1210)
Rentabilidade	3.9960* (0.4570)	5.2300* (0.4380)	6.7670* (0.5270)	7.3590* (0.6740)	3.2640* (0.2740)	4.5540* (0.2870)	6.7920* (0.4660)	8.9130* (0.7410)	2.1970* (0.2610)	3.5330* (0.2610)	5.4190* (0.3720)	7.5880* (0.7890)
Constante	1.6380* (0.1660)	2.0210* (0.3300)	3.3880* (0.3950)	6.2670* (0.7260)	0.6720* (0.2130)	1.4960* (0.1170)	3.1910* (0.5260)	6.1340* (0.5540)	7.0690* (0.1310)	10.4400* (0.1170)	15.1900* (0.1920)	21.1400* (0.3370)
R <sup>2</sup>	0.1565	0.1461	0.1747	0.1948	0.1112	0.1428	0.1887	0.2414	0.1532	0.1889	0.2036	0.2154
Observações	1387				1344				16281			

(Continua)

(Continuação Tabela 10)

Variáveis	Índia				Rússia			
	q25	q50	q75	q90	q25	q50	q75	q90
Custo da Dívida	-0.4320*	-0.3640*	-0.3380*	-0.1340	-0.1580*	-0.0910***	-0.0666	-0.0335
	(0.0158)	(0.0300)	(0.0399)	(0.1280)	(0.0592)	(0.0520)	(0.0840)	(0.0809)
IFRS	-0.0885*	-0.1040*	-0.1330*	-0.2580*	-0.0986*	-0.1790*	-0.2410*	-0.3530*
	(0.0057)	(0.0087)	(0.0222)	(0.0673)	(0.0293)	(0.0259)	(0.0630)	(0.0852)
Endividamento	-1.2790*	-1.6630*	-2.4530*	-3.6600*	-0.7550*	-0.9450*	-1.1250*	-1.3370*
	(0.0156)	(0.0220)	(0.0341)	(0.1190)	(0.0647)	(0.0845)	(0.1540)	(0.3540)
Tamanho	-0.0290*	-0.0253*	-0.0254*	-0.0631*	-0.0095	0.0045	-0.0067	-0.0564**
	(0.0010)	(0.0023)	(0.0038)	(0.0120)	(0.0058)	(0.0082)	(0.0150)	(0.0279)
Tangibilidade	0.2170*	0.2100*	0.1680*	-0.1220	0.3670*	0.2890*	0.0712	-0.2730
	(0.0095)	(0.0148)	(0.0359)	(0.1050)	(0.0425)	(0.0573)	(0.0912)	(0.2800)
Rentabilidade	1.6090*	2.5080*	4.6550*	7.2070*	2.2680*	2.5090*	2.8200*	3.9690*
	(0.0489)	(0.0708)	(0.2000)	(0.2920)	(0.3450)	(0.4470)	(0.7410)	(1.4030)
Constante	1.5040*	1.7720*	2.4670*	4.5930*	0.7060*	0.7350*	1.4200*	3.0680*
	(0.0155)	(0.0387)	(0.0748)	(0.2570)	(0.1190)	(0.1740)	(0.3180)	(0.5800)
R <sup>2</sup>	0.1574	0.1440	0.1504	0.1721	0.1959	0.1689	0.1408	0.1191
Observações	21027				1024			

\*\*\* p&lt;0.10, \*\* p&lt;0,05 \*p&lt;0.01

Fonte: Elaboração própria

Pode-se constatar que o custo da dívida impacta negativamente o valor da empresa nos quartis 25 e 90 da África do Sul, 25, 50 e 75 da China e Índia, e 25 e 50 da Rússia. O Brasil demonstrou que o custo da dívida não interfere no valor da empresa. Nesse contexto, há uma relação inversa entre o custo da dívida e o valor da empresa, porém, variando conforme o país. Assim, o custo da dívida denotou relevância apenas nos 25% menores e nos 90% maiores Q de Tobin das empresas africanas. Na China e Índia pode-se averiguar que as empresas que detêm os 90% maiores valores não são afetadas pelo custo da dívida, os demais percentis mantêm-se a relação inversa em todas as regressões corroborando com alguns achados de Chen e King, (2014). Já para a Rússia, o custo impacta no valor da empresa apenas nos 50% menores valores de mercado, sendo irrelevante para os outros 50%.

Dessa forma, a relação é negativamente uniforme para todos os países, legitimando a premissa de que um menor custo de dívida acarreta em maior valor para as empresas dos BRICS e conforme a hipótese de pesquisa de que há uma relação negativa do custo da dívida com o valor da empresa.

As variáveis de controle são as mesmas apresentadas na tabela 9 em que foram apresentadas. O tamanho apresentou algumas alterações em percentis do que os apresentados pela tabela 9. Neste modelo, o quintil 50 do Brasil demonstrou relação e nas empresas russas, que deixou de ser relevante no quintil 25 e importância no 90.

Na Tabela 11 é apresentada a regressão quantílica com um modelo de moderação do custo da dívida com a concentração acionária, tendo como variável dependente o valor da empresa. As regressões foram calculadas individualmente por país para testar a hipótese 4, de que há uma relação entre a concentração de propriedade e o valor da empresa que é moderada pelo custo da dívida. Para tal, utilizou-se apenas os quintis que demonstram relação nas três hipóteses anteriores. Sendo assim o percentil 90 da África do Sul, o quintil 25 da China e os quintis 25 e 90 da Índia conforme descritos na tabela 11.

Tabela 11 – Variável dependente é o valor da empresa representado pelo Q de Tobin. Esta tabela está vinculada ao modelo referente a hipótese 4 de que há uma relação entre a concentração de propriedade e o valor da empresa que é moderada pelo custo da dívida.

Variáveis	África do Sul	China	Índia	
	q90	q25	q25	q50
Custo da Dívida	-0.1860** (0.0752)	-0.8690* (0.1150)	-0.3640* (0.0165)	-0.2420* (0.0207)
HHI	1.1580*** (0.6430)	-0.1960* (0.0330)	0.3680* (0.0238)	0.6600* (0.0368)
Custo da Dívida*HHI2	-0.2650 (1.4260)	0.5950* (0.1810)	-0.2690* (0.0396)	-0.4000* (0.0328)
IFRS	-0.0245 (0.1270)	0.0808* (0.0212)	-0.0900* (0.0079)	-0.1260* (0.0119)
Endividamento	-1.2520* (0.3490)	-1.7150* (0.0491)	-1.2750* (0.0163)	-1.6330* (0.0208)
Tamanho	-0.2120* (0.0334)	-0.2670* (0.0057)	-0.0314* (0.0012)	-0.0322* (0.0025)
Tangibilidade	0.1410 (0.1990)	0.2800* (0.0264)	0.1910* (0.0138)	0.1790* (0.0202)
Rentabilidade	7.6210* (0.4300)	2.2080* (0.2320)	1.5920* (0.0557)	2.5330* (0.0854)
Constante	6.1350* (0.6770)	7.0400* (0.1080)	1.5030* (0.0227)	1.8040* (0.0490)
Observações	1387	16281	21027	
R <sup>2</sup>	0.2013	0.1536	0.1625	0.1522

\*\*\* p<0.10, \*\* p<0,05 \*p<0.01

Fonte: Elaboração própria

Verificar-se conforme apresentado na tabela 11 que não houve variações nos sinais tanto da HHI quando do custo da dívida. Já a interação do custo da dívida com a concentração acionária não impacta no valor da empresa nas empresas sul africanas. Porém, para o quintil 25 da China e Índia, e do 50 da Índia, a presença de concentração acionária juntamente com o custo da dívida interfere no valor da empresa. Também pode-se constatar que para os 50% menores valores das empresas indianas, a interação impacta negativamente no valor da empresa. Verifica-se que a Índia é a que mais se aproxima dos moldes dos mercados desenvolvidos. Contudo, nos 25% menores valores de mercado das empresas chinesas, a presença da interação tem repercussão positiva no Q de Tobin. As variáveis de controle mantiveram o comportamento obtido nas regressões das tabelas 9 e 10.



## 5 CONCLUSÃO

A presente pesquisa tem como objetivo analisar se a concentração de propriedade e o custo da dívida interferem no valor da empresa nos BRICS no período de 2007 a 2016, pois pesquisas demonstraram que houve uma maior interação econômica entre os países após a crise do Subprime. Ainda, há uma escassez de estudos que abarquem esses países, que são potências mundiais.

Em consonância com os objetivos, a China apresentou o menor custo de dívida entre os cinco países e a Rússia os mais elevados entre 2014 e 2016, seguidos pela Índia e, por fim, pelo Brasil. O custo da dívida demonstrou oscilar no período abordado, com um ápice em 2009, no qual todos apresentaram percentuais mais altos, em contraste com 2012, em que houve uma diminuição nesses custos. Já a concentração acionária mostrou que a Rússia é o país que mais concentra, depois Brasil, China, Índia e, por último, África do Sul, que apresentou um crescimento na concentração acionária.

Também foi evidenciado que a concentração acionária não afeta o custo da dívida no Brasil e Rússia. Na Índia, apenas as empresas com os 50% menores custos de dívida são influenciadas pela concentração acionária. Similarmente a Índia, não há interferência acima dos 75% maiores custos de dívida, somente nos 50% menores. Contrariamente a África do Sul em que a concentração afeta os 50% maiores custos.

Um aspecto peculiar é que o endividamento foi uniforme para todos os países, revelando que quanto menor o endividamento, maior o custo de dívida. O tamanho expressou que empresas menores apresentam maiores custos de dívida.

Em relação à concentração acionária e ao valor da empresa, evidenciou-se que tanto para o Brasil quanto para a Rússia nos 75% maiores Q de Tobin expuseram que a concentração acionária acarreta em maior o valor da empresa. O mesmo ocorre com a África do Sul nos percentis 25 e 50 em que a concentração acionária mostrou-se afetar negativamente os 50% menores valores de empresa, não sendo relevante nos 75% e passando a afetar positivamente nos 90% maiores Q de Tobin. Já na China, a concentração acionária não ajuda a responder o valor da empresa no percentil 50 atuando negativamente nos 25% menores valores. No entanto, quando os valores são maiores – acima de 75% –, ela se torna relevante, demonstrando que quanto maior a concentração acionária, maior o valor da empresa. Nas empresas indianas, a concentração afeta positivamente o valor da empresa em todos os quartis.

No que tange ao impacto do custo da dívida no valor da empresa, evidenciou que no Brasil, o custo da dívida não interfere no valor da empresa. Porém, impacta negativamente em alguns percentis nos demais países. Nas empresas africanas, o custo da dívida denotou relevância apenas nos 25% menores e nos 90% maiores valores. China e Índia pode-se constatar que as empresas que detêm os 90% maiores valores não são afetadas pelo custo da dívida, os demais percentis demais mantêm-se a relação inversa. Já para a Rússia, o custo impacta no valor da empresa apenas nos 50% menores valores de mercado, sendo irrelevante para os outros 50%.

Constatou-se que a interação da concentração de propriedade e o custo da dívida não promovem alterações significativas no Brasil, Rússia e África do Sul. Entretanto, é possível evidenciar que para os 50% menores valores das empresas indianas, a concentração acionária impacta negativamente no valor da empresa. Verifica-se que a Índia é a que mais se aproxima dos moldes dos mercados desenvolvidos. Já as empresas chinesas nos 25% menores valores de mercado, a presença da interação tem repercussão positiva no Q de Tobin.

A pesquisa apresenta algumas limitações, dentre elas: a ausência da identificação dos tipos de acionistas individuais e a familiaridade entre eles; há presença de CEO pertencentes às famílias fundadoras; existência de *holdings*; outros fatores que possam apresentar uma concentração acionária indireta pelo uso de influência e por fim, uma análise mais aprofundada do que acarreta os diferentes resultados por país.

Sugere-se, para pesquisas futuras, a criação de um grupo de controle em que se segreguem as empresas do setor financeiro e as empresas governamentais, além de efetuar uma análise comparativa dos resultados dos grupos para verificar a existência de peculiaridades referentes aos segmentos e às interferências governamentais. Também se recomenda o fracionamento da concentração em percentuais para verificar em quais determinadas faixas de concentração impactam. Outro aspecto é realizar uma análise da identificação da concentração acionária para verificar o tipo de investidor – sejam fundos de investimentos, *holding*, individual, governo, bem como as variações da presença de *blockholders*. Além disso, pode-se separar pela mediana os Z-score de Altman em grupos de empresas com mais risco de inadimplência e verificar como o valor e o custo da dívida se comportam quando há risco.

## REFERÊNCIAS

- ADMATI, A. R.; PFLEIDERER, P. The “Wall Street Walk” and shareholder activism: Exit as a form of voice. **The Review of Financial Studies**, v. 22, n. 7, p. 2645-2685, 2009.
- ANDERSON, R. C.; MANSI, S. A.; REEB, D. M. Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. **Journal of accounting and economics**, v. 37, n. 3, p. 315-342, 2004.
- ANDERSON, R. C.; MANSI, S. A.; REEB, D. M. Founding family ownership and the agency costs of debt. **Journal of Financial Economics**, v. 68, p. 263-285, 2003a.
- ANDERSON, R. C.; MANSI, S. A.; REEB, D. M. Executive Compensation and the Maturity Structure of Corporate Debt. **Journal of Financial Economics**, v. 68, n. 2, p. 263-285, 2003b.
- ALMEIDA, H.; PHILIPPON, T. The risk-adjusted cost of financial distress. **The Journal of Finance**, v. 62, n. 6, p. 2557-2586, 2007.
- ANG, J. S.; COLE, R. A.; LIN, J. W. Agency costs and ownership. In: BORISOVA, Ginka et al. Government ownership and the cost of debt: evidence from government investments in publicly traded firms. **Journal of Financial Economics**, v. 118, n. 1, p. 168-191, 2015.
- ARENA, M. P. Corporate litigation and debt. **Journal of Banking & Finance**, 2017.
- ASLAN, H.; KUMAR, P. Strategic ownership structure and the cost of debt. **The Review of Financial Studies**, v. 25, n. 7, p. 2257-2299, 2012.
- BAE, K.-H. et al. Do controlling shareholders' expropriation incentives imply a link between corporate governance and firm value? Theory and evidence. **Journal of financial Economics**, v. 105, n. 2, p. 412-435, 2012.
- BARBOZA, R. M. Taxa de juros e mecanismos de transmissão da política monetária no Brasil. **Revista de Economia Política**, v. 35, n. 2015, p. 133-155, 2015.
- BARON, R.M.; KENNY, D.A. The moderator-mediator variable distinction in social psychological research: conceptual, strategic, and statistical considerations. **Journal of Personality and Social Psychology**, Washington, v. 51, n. 6, p. 1173-1182, Dec. 1986.
- BASU, N.; PAEGLIS, I.; RAHNAMAIEI, M. Multiple blockholders, power, and firm value. **Journal of Banking & Finance**, v. 66, p. 66-78, 2016.
- BHABRA, G. S. Insider ownership and firm value in New Zealand. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 17, n. 2, p. 142-154, 2007.
- BINSBERGEN, V. et al. The cost of debt. **The Journal of Finance**, v. 65, n. 6, p. 2089-2136, 2010.
- BLISS, M. A.; GUL, F. A. Political connection and cost of debt: Some Malaysian evidence. **Journal of Banking & Finance**, v. 36, n. 5, p. 1520-1527, maio de 2012.

- BONA-SANCHEZ, C.; FERNANDEZ-SENRA, C. L.; PEREZ-ALEMÁN, J. Related-party transactions, dominant owners and firm value. **BRQ Business Research Quarterly**, v. 20, n. 1, p. 4-17, 2017.
- BOOTH, L. et al. Capital structures in developing countries. **The Journal of Finance**, v. 56, n. 1, p. 87-130, 2001.
- BORISOVA, G. et al. Government ownership and the cost of debt: evidence from government investments in publicly traded firms. **Journal of Financial Economics**, v. 118, n. 1, p. 168-191, 2015.
- BOUBAKRI, N.; GHOUMA, H. Control/ownership structure, creditor rights protection, and the cost of debt financing: International evidence. **Journal of Banking and Finance**, v. 34, n. 10, p. 2481-2499, out. 2010.
- BOUBAKRI, N.; SAFFAR, W. **State ownership and debt choice: evidence from privatization.** 2017. Disponível em: [http://www.efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2017-Athens/papers/EFMA2017\\_0236\\_fullpaper.pdf](http://www.efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2017-Athens/papers/EFMA2017_0236_fullpaper.pdf).
- BOYD, B. K.; SOLARINO, A. M. Ownership of corporations: a review, synthesis, and research agenda. **Journal of Management**, v. 42, n. 5, p. 1282-1314, 2016.
- BRADLEY, D.; PANTZALIS, C.; YUAN, X. Policy risk, corporate political strategies, and the cost of debt ☆. **Journal of Corporate Finance**, v. 40, p. 254-275, 2016.
- BRADLEY, M.; CHEN, D. Corporate governance and the cost of debt: evidence from director limited liability and indemnification provisions. **Journal of Corporate Finance**, v. 17, n. 1, p. 83-107, 2011.
- BRICS Joint Statistical Publication (2017). Ministry of Statistics and Programme Implementation, Government of India. Disponível em: [http://www.gks.ru/free\\_doc/doc\\_2016/BRICS\\_ENG.pdf](http://www.gks.ru/free_doc/doc_2016/BRICS_ENG.pdf).
- BROCKMAN, P.; MARTIN, X.; UNLU, E. Executive compensation and the maturity structure of corporate debt. **The Journal of Finance**, v. 65, n. 3, p. 1123-1161, 2010.
- BURKART, M.; RADICEVIC, P.; YU, J. Risk and leverage choices in owner-controlled firms. 2017. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2667280](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2667280).
- BYUN, H. Y. et al. Business group affiliation, ownership structure, and the cost of debt. **Journal of Corporate Finance**, v. 23, p. 311-331, 2013a.
- BYUN, H. Y. et al. Business group affiliation, ownership structure, and the cost of debt. **Journal of Corporate Finance**, v. 23, n. 2013, p. 311-331, 2013b.
- CAI, K. Journal of Multinational Financial The cost of debt for Yankee and domestic bonds. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 40, p. 1-13, 2017.

- CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. A Influência da Estrutura de Propriedade e Controle sobre o Valor de Mercado Corporativo no Brasil. **Revista Contabilidade Finanças (USP)**, v. 24, n. 62, p. 142-153, 2013.
- CÉSPEDES, J.; GONZÁLEZ, M.; MOLINA, C. A. Ownership and capital structure in Latin America. **Journal of Business Research**, v. 63, n. 3, p. 248-254, 2010.
- CHAKRABARTI, R.; MEGGINSON, W.; YADAV, P. K. Corporate governance in India. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 20, n. 1, p. 59-72, 2008.
- CHEN, D. Classified boards, the cost of debt, and firm performance. **Journal of Banking and Finance**, v. 36, n. 12, p. 3346-3365, 2012.
- CHENG, H. F. et al. A future global economy to be built by BRICs. **Global Finance Journal**, v. 18, n. 2, p. 143-156, 2007.
- CHEN, H. et al. Religiosity and the cost of debt. **Journal of Banking and Finance**, v. 70, p. 70-85, 2016.
- CHEN, J.; KING, T. H. D. Corporate hedging and the cost of debt. **Journal of Corporate Finance**, v. 29, p. 221-245, 2014.
- CHEN, S.-S.; HO, K. W. Corporate diversification, ownership structure, and firm value. The Singapore evidence. **International Review of Financial Analysis**, v. 9, p. 315-326, 2000.
- CHEN, Z. et al. Disclosure of government financial information and the cost of local government's debt financing – Empirical evidence from provincial investment bonds for urban construction. **China Journal of Accounting Research**, v. 9, n. 3, p. 191-206, 2016.
- CHERNYKH, L. Ultimate ownership and control in Russia. **Journal of Financial Economics**, v. 88, n. 1, p. 169-192, 2008.
- CHONG, A.; LOPES-DE-SILANES, F. Corporate Governance in Latin America. **IDB Working Paper** n° 494, 2007. Disponível em: <http://doi.org/10.2139/ssrn.1820067>. Acesso em: 10 jul. 2017.
- CHU, Y. Shareholder litigation, shareholder–creditor conflict, and the cost of bank loans. **Journal of Corporate Finance**, v. 45, p. 318-332, 2017.
- CHUI, A. C. W.; KWOK, C. C. Y.; (STEPHEN) ZHOU, G. National culture and the cost of debt. **Journal of Banking & Finance**, v. 69, p. 1-19, 2016.
- CLAESSENS, S.; YURTOGLU, B. B. Corporate governance in emerging markets: a survey. **Emerging markets review**, v. 15, p. 1-33, 2013.
- CLAYTON, M. J.; REISEL, N. Value creation from asset sales: New evidence from bond and stock markets. **Journal of Corporate Finance**, v. 22, p. 1-15, 2013.

CUETO, D. C.; SWITZER, L. N. Intraday market liquidity, corporate governance, and ownership structure in markets with weak shareholder protection: evidence from Brazil and Chile. **Journal of Management & Governance**, v. 19, n. 2, p. 395-419, 2015.

DA CUNHA, C. M. P; BORTOLON, P. M. The role of ownership concentration and debt in downturns: evidence from Brazilian Firms during the 2008–9 financial crisis. **Emerging Markets Finance and Trade**, v. 52, n. 11, p. 2610-2623, 2016.

DANG, V. A.; PHAN, H. V. CEO inside debt and corporate debt maturity structure. **Journal of Banking and Finance**, v. 70, p. 38-54, 2016.

DAHYA, J.; DIMITROV, O.; MCCONNELL, J. J. Dominant shareholders, corporate boards, and corporate value: a cross-country analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 87, n. 1, p. 73-100, 2008.

DENG, S.; ELYASIANI, E.; MAO, C. X. Derivatives-hedging, risk allocation and the cost of debt: evidence from bank holding companies. **Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 65, p. 114-127, 2017.

DEVOS, E.; RAHMAN, S.; TSANG, D. Debt covenants and the speed of capital structure adjustment. **Journal of Corporate Finance**, v. 45, p. 1-18, 2017.

DU, M.; BOATENG, A. State ownership, institutional effects and value creation in cross-border mergers & acquisitions by Chinese firms. **International Business Review**, v. 24, n. 3, p. 430-442, 2015.

EDMANS, A.; MANSO, G. Governance through trading and intervention: a theory of multiple blockholders. **The Review of Financial Studies**, v. 24, n. 7, p. 2395-2428, 2010.

EDMONDS, C. T.; EDMONDS, J. E.; MAHER, J. J. The impact of meeting or beating analysts' operating cash flow forecasts on a firm's cost of debt. **Advances in Accounting**, v. 27, n. 2, p. 242-255, 2011.

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

FACCIO, M.; MARCHICA, M.-T.; MURA, R. Large shareholder diversification and corporate risk-taking. **The Review of Financial Studies**, v. 24, n. 11, p. 3601-3641, 2011.

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P. **Manual de análise de dados: Estatística e modelagem multivariada com Excel, SPSS e Stata**. São Paulo: Editora Elsevier, 2017.

FIELDS, L. P.; FRASER, D. R.; SUBRAHMANYAM, A. Board quality and the cost of debt capital: the case of bank loans. **Journal of Banking and Finance**, v. 36, n. 5, p. 1536-1547, 2012.

FLORACKIS, C.; KANAS, A.; KOSTAKIS, A. Dividend policy, managerial ownership and debt financing: A non-parametric perspective. **European Journal of Operational Research**, v. 241, n. 3, p. 783-795, 2015.

FOSU, S. et al. Information asymmetry, leverage and firm value: Do crisis and growth matter? **International Review of Financial Analysis**, v. 46, p. 140-150, 2016.

FRANTZ, P.; INSTEFJORD, N. Corporate governance and the cost of borrowing. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 40, n. 7-8, p. 918-948, 1 set. 2013.

GALLOPPO, G.; PAIMANOVA, V. The impact of monetary policy on BRIC markets asset prices during global financial crises. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 66, p. 21-49, 2017.

GARCÍA-MECA, E.; SÁNCHEZ-BALLESTA, J. P. Firm value and ownership structure in the Spanish capital market. **Corporate Governance: The international journal of business in society**, v. 11, n. 1, p. 41-53, 2011.

GHOUMA, H.; BEN-NASR, H.; YAN, R. Corporate governance and cost of debt financing: Empirical evidence from Canada. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, 2017.

GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

GLOVER, B. The expected cost of default. **Journal of Financial Economics**, v. 119, n. 2, p. 284-299, 2016.

GRAHAM, J. R. How big are the tax benefits of debt? **The Journal of Finance**, v. 55, n. 5, p. 1901-1941, 2000.

GROSFELD, I. Large shareholders and firm value: Are high-tech firms different? **Economic Systems**, v. 33, n. 3, p. 259-277, 2009.

GUIDARA, A.; ACHEK, I.; DAMMAK, S. Internal control weaknesses, family ownership and the cost of debt: evidence from the Tunisian Stock Exchange. **Journal of African Business**, v. 17, n. 2, p. 148-166, 2016.

GUPTA, J. Do financial indicators drive market value of firms in the transition economies? The Russian case. **Journal of Emerging Market Finance**, v. 15, n. 2, p. 225-268, 2016.

HAMMOUDEH, S. et al. The dynamics of BRICS's country risk ratings and domestic stock markets, US stock market and oil price. **Mathematics and Computers in Simulation**, v. 94, p. 277-294, 2013.

HIMMELBERG, C. P.; R. GLENN HUBBARD; PALIA, D. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance: Comment. **Journal of Financial Economics**, v. 62, 2001.

HIRSHLEIFER, D.; THAKOR, A. V. Managerial conservatism, project choice, and debt. **The Review of Financial Studies**, v. 5, n. 3, p. 437-470, 1992.

HOUSTON, J. F. et al. Political connections and the cost of bank loans. **Journal of Accounting Research**, v. 52, n. 1, p. 193-243, 2014.

HUANG, K.; PETKEVICH, A. Corporate bond pricing and ownership heterogeneity. **Journal of Corporate Finance**, v. 36, p. 54-74, 2016.

JAFARINEJAD, M.; JORY, S. R.; NGO, T. N. The effects of institutional ownership on the value and risk of diversified firms. **International Review of Financial Analysis**, v. 40, p. 207-219, 2015.

JAMESON, M.; PREVOST, A.; PUTHENPURACKAL, J. Controlling shareholders, board structure, and firm performance: evidence from India. **Journal of Corporate Finance**, v. 27, p. 1-20, 2014.

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

JOHNSON, S. et al. Tunneling. **American economic review**, v. 90, n. 2, p. 22-27, 2000.

KABIR, R.; LI, H.; VELD-MERKOULOVA, Y. V. Executive compensation and the cost of debt. **Journal of Banking and Finance**, v. 37, n. 8, p. 2893-2907, 2013.

KANG, H. C. et al. Controlling shareholders' value, long-run firm value and short-term performance. **Journal of Corporate Finance**, v. 43, p. 340-353, 2017.

KAPLAN, S. N.; STRÖMBERG, P. Financial contracting theory meets the real world: an empirical analysis of venture capital contracts. **The review of economic studies**, v. 70, n. 2, p. 281-315, 2003.

KARHUNEN, P.; LEDYAEVA, S. Corruption Distance, Anti-corruption Laws and International Ownership Strategies in Russia. **Journal of International Management**, v. 18, n. 2, p. 196-208, 2012.

KAUFMANN, D.; KRAAY, A.; MASTRUZZI, M. The worldwide governance indicators: methodology and analytical issues. **Hague Journal on the Rule of Law**, v. 3, n. 2, p. 220-246, 2011.

KLOMP, J. Flooded with debt. **Journal of International Money and Finance**, v. 73, p. 93-103, 2017.

KONIJN, S. J. J.; KRÄUSSL, R.; LUCAS, A. Blockholder dispersion and firm value. **Journal of Corporate Finance**, v. 17, n. 5, p. 1330-1339, 2011.

KONRAHT, J.; VICENTE, E.; CAMARGO, R. Excesso de controle acionário: um estudo do seu reflexo sobre o custo da dívida das empresas brasileiras de capital aberto. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 35, n. 2, p. 105-121, 2016.

KUMAR, N.; SINGH, J. P. Effect of board size and promoter ownership on firm value: some empirical findings from India. **Corporate Governance: The international journal of business in society**, v. 13, n. 1, p. 88-98, 2013.

LA PORTA, R. et al. Law and finance. **Journal of political economy**, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.



- LA PORTA, R. et al. Legal determinants of external finance. **Journal of Finance**, p. 1131-1150, 1997.
- LA PORTA, Rafael et al. The quality of government. **The Journal of Law, Economics, and Organization**, v. 15, n. 1, p. 222-279, 1999.
- LAEVEN, L.; LEVINE, R. Complex ownership structures and corporate valuations. **The Review of Financial Studies**, v. 21, n. 2, p. 579-604, 2007.
- LIM, C. Y.; WANG, J.; ZENG, C. (COLIN). China's "Mercantilist" Government Subsidies, the cost of debt and firm performance. **Journal of Banking & Finance**, v. 86, p. 37-52, 2018.
- LIN, C. et al. Corporate ownership structure and the choice between bank debt and public debt. **Journal of Financial Economics**, v. 109, n. 2, p. 517-534, 2013.
- LIN, C. et al. Corporate ownership structure and bank loan syndicate structure. **Journal of Financial Economics**, v. 104, n. 1, p. 1-22, 2012.
- LIN, C. et al. Ownership structure and the cost of corporate borrowing. **Journal of Financial Economics**, v. 100, n. 1, p. 1-23, 2011.
- LIN, Z.; SONG, B. Y.; TIAN, Z. Does director-level reputation matter? Evidence from bank loan contracting. **Journal of Banking & Finance**, v. 70, p. 160-176, 2016.
- LINS, K. V. Equity ownership and firm value in emerging markets. **Journal of financial and quantitative analysis**, v. 38, n. 1, p. 159-184, 2003.
- LIU, B. et al. Loan guarantees and the cost of debt: evidence from China. **Applied Economics**, v. 48, n. 38, p. 3626-3643, 2016.
- LIU, B.; XIA, X.; YANG, J. Financing constraints and the use of performance-sensitive debt. **North American Journal of Economics and Finance**, v. 40, p. 73-84, 2017.
- LOZANO, M. B.; MARTÍNEZ, B.; PINDADO, J. Corporate governance, ownership and firm value: Drivers of ownership as a good corporate governance mechanism. **International Business Review**, v. 25, n. 6, p. 1333-1343, 2016.
- LUGO, S. Insider ownership and the cost of debt capital: Evidence from bank loans. **International Review of Financial Analysis**, 2016.
- MA, X.; YIU, D. W.; ZHOU, N. Facing global economic crisis: Foreign sales, ownership groups, and corporate value. **Journal of World Business**, v. 49, n. 1, p. 87-100, 2014.
- MANSI, S. A.; MAXWELL, W. F.; WALD, J. K. Creditor protection laws and the cost of debt. **Journal of Law and Economics**, v. 52, n. 4, p. 701-726, 2009.
- MANSI, S. A.; WALD, J. K.; JIANZHONG, A. Severance agreements and the cost of debt ☆. **Journal of Corporate Finance**, v. 41, p. 426-444, 2016.

MARINO, P. de B. L. P. et al. Indicadores de governança mundial e sua relação com os indicadores socioeconômicos dos países do Brics TT - Global Governance Indicators: how they relate to the socioeconomic indicators of the Brics countries TT - Indicadores mundiales de gobernabilidad. **Revista de Administração Pública**, v. 50, n. 5, p. 721-744, 2016.

MASULIS, R. W. et al. The Impact of Capital Structure Change on Firm Value: Some Estimates. **the Journal of Finance**, v. 38, n. 1, p. 107-126, 1983.

MAURY, B. Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations. **Journal of Corporate Finance**, v. 12, n. 2, p. 321-341, 2006.

MCCONNELL, J. J.; SERVAES, H. Additional evidence on equity ownership and corporate value\*. **Journal of Financial Economics**, v. 27, p. 595-612, 1990.

MENSI, W. et al. Global financial crisis and spillover effects among the US and BRICS stock markets. **International Review of Economics & Finance**, v. 42, p. 257-276, 2016.

MERTON, R. C. On the pricing of corporate debt: The risk structure of interest rates. **The Journal of finance**, v. 29, n. 2, p. 449-470, 1974.

MITTON, T. Why have debt ratios increased for firms in emerging markets? **European Financial Management**, v. 14, p. 127-151, 2008. doi:10.1111/j.1468-036X.2007.00430.x.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. **Journal of financial economics**, v. 20, p. 293-315, 1988.

MURADOĞLU, Y. G.; SIVAPRASAD, S. Capital structure and abnormal returns. **International Business Review**, v. 21, n. 3, p. 328-341, 2012.

MYERS, S. C. Determinants of corporate borrowing. **Journal of financial economics**, v. 5, n. 2, p. 147-175, 1977.

NARESH, G. et al. Spillover effect of US dollar on the stock indices of BRICS. **Research in International Business and Finance**, 2017.

OH, S.; KIM, W. S. Effect of ownership change and growth on firm value at the issuance of bonds with detachable warrants. **Journal of Business Economics and Management**, v. 17, n. 6, p. 901-915, 2016.

OLIVEIRA, G. C. DE; WOLF, P. J. W. A dinâmica do mercado de crédito no Brasil no período recente (2007-2015). **Ipea - Texto para discussão 2243**. Brasília: Ipea, 2016. p. 140.

ORENS, R.; AERTS, W.; CORMIER, D. Web-based non-financial disclosure and cost of finance. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 37, n. 9-10, p. 1057-1093, 2010.

PAGANO, M.; RÖELL, A. The choice of stock ownership structure: Agency costs, monitoring, and the decision to go public. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 113, n. 1, p. 187-225, 1998.

QI, Y.; ROTH, L.; WALD, J. K. Political rights and the cost of debt. **Journal of Financial Economics**, v. 95, n. 2, p. 202-226, 2010.

QUIJANO, M. Financial fragility, uninsured deposits, and the cost of debt. **North American Journal of Economics and Finance**, v. 24, n. 1, p. 159-175, 2013.

RAHAMAN, M. M.; ZAMAN, A. AL. Management quality and the cost of debt: does management matter to lenders? **Journal of Banking and Finance**, v. 37, n. 3, p. 854-874, 2013.

ROBERTS, G.; YUAN, L. E. Does institutional ownership affect the cost of bank borrowing?. **Journal of Economics and Business**, v. 62, n. 6, p. 604-626, 2010.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; BRADFORD, D. J. **Fundamentals of Corporate Finance**. 9. ed. New York: McGraw-Hill Companies, 2012.

ROSSI, F.; CEBULA, R. J. Debt and ownership structure: evidence from Italy. **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**, v. 16, n. 5, p. 883-905, 2016.

RYEN, G. T.; VASCONCELLOS, G. M.; KISH, R. J. Capital structure decisions: what have we learned? **Business Horizons**, v. 40, n. 5, p. 41-51, 1997.

RYU, K.; YOO, J. Relationship between management ownership and firm value among the business group affiliated firms in Korea. **Journal of Comparative Economics**, v. 39, n. 4, p. 557-576, 2011.

SÁNCHEZ-BALLESTA, J. P.; GARCÍA-MECA, E. Ownership structure and the cost of debt. **European Accounting Review**, v. 20, n. 2, p. 389-416, 2011.

SAONA, P.; SAN MARTÍN, P. Determinants of firm value in Latin America: an analysis of firm attributes and institutional factors. **Review of Managerial Science**, p. 1-48, 2016.

SCHMIDT, C.; FAHLENBRACH, R. Do exogenous changes in passive institutional ownership affect corporate governance and firm value? **Journal of Financial Economics**, v. 124, n. 2, p. 285-306, 2017.

SENGUPTA, P. Corporate disclosure quality and the cost of debt. **Accounting Review**, p. 459-474, 1998.

SHAILER, G.; WANG, K. Government ownership and the cost of debt for Chinese listed corporations. **Emerging Markets Review**, v. 22, p. 1-17, 2015.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SILVA, A. L. C.; LEAL, R. P. C. Ownership, control, valuation and performance of Brazilian corporations. **Corporate Ownership & Control**, v. 4, n. 1, p. 300-308, 2006.

STUENKEL, O. The financial crisis, contested legitimacy, and the genesis of intra-BRICS cooperation. **Global governance**, v. 19, n. 4, p. 611-630, 2013.

- SU, K.; LI, L.; WAN, R. Ultimate ownership, risk-taking and firm value: evidence from China. **Asia Pacific Business Review**, v. 23, n. 1, p. 10-26, 2017.
- TANAKA, T. Corporate governance and the cost of public debt financing: Evidence from Japan. **Journal of the Japanese and International Economies**, v. 34, p. 315-335, 2014.
- THAKUR, R. How representative are BRICS? **Third World Quarterly**, v. 35, n. 10, p. 1791-1808, 2014.
- TONELLO, M.; RABIMOV, S. R. The 2010 institutional investment report: trends in asset allocation and portfolio composition. 2010.
- VIEIRA, V. A. Moderação, mediação, moderadora-mediadora e efeitos indiretos em modelagem de equações estruturais: uma aplicação no modelo de desconfirmação de expectativas. **Revista de Administração Universidade de São Paulo RAUSP**, v. 44, n. 1, p. 17-33, 2009.
- WANG, A. W.; ZHANG, G. Institutional ownership and credit spreads: An information asymmetry perspective. **Journal of Empirical Finance**, v. 16, n. 4, p. 597-612, 2009.
- WOIDTKE, T. Agents watching agents? Evidence from pension fund ownership and firm value. **Journal of Financial Economics**, v. 63, n. 1, p. 99-131, 2002.
- XIA, L. Founder control, ownership structure and firm value: evidence from entrepreneurial listed firms in China. **China Journal of Accounting Research**, v. 1, p. 31-49, 2008.

## APENDICE A

### Correlação

África Sul	Custo dívida	Q de Tobin	HHI	Endividamento	Tamanho	Rentabilidade	Tangibilidade	Oportunidade Crescimento	Cobertura Juros	Z-Score	Margem Líquida
Custo dívida	1										
Q de Tobin	-0.0393	1									
HHI	-0.0236	0.0288	1								
Endividamento	-0.2810	-0.1180	-0.0405	1							
Tamanho	0.0413	-0.1420	-0.0732	0.0348	1						
Rentabilidade	0.0045	0.4600	-0.0480	-0.0712	0.0081	1					
Tangibilidade	-0.1040	0.0890	0.0740	0.0267	0.0763	0.1010	1				
Oportunidade Crescimento	-0.0400	0.1980	-0.0107	0.3040	-0.0064	0.1090	-0.0164	1			
Cobertura Juros	-0.0453	0.1230	0.0361	-0.1010	-0.0522	0.1550	-0.0279	0.0193	1		
Z-Score	0.0371	0.7740	-0.0168	-0.2670	-0.0038	0.5220	-0.0485	0.1440	0.1410	1	
Margem Líquida	-0.0623	0.0852	-0.0414	0.1120	0.1580	0.1500	-0.1960	-0.0285	0.0096	0.1200	1

Brasil	Custo dívida	Q de Tobin	HHI	Endividamento	Tamanho	Rentabilidade	Tangibilidade	Oportunidade Crescimento	Cobertura Juros	Z-Score	Margem Líquida
Custo dívida	1										
Q de Tobin	0.0316	1									
HHI	0.0145	-0.0520	1								
Endividamento	-0.1750	-0.2090	-0.0202	1							
Tamanho	-0.1230	-0.0780	-0.0855	0.2920	1						
Rentabilidade	0.0180	0.4790	-0.0297	-0.0035	0.0966	1					
Tangibilidade	-0.0083	-0.0787	0.0065	0.1620	-0.0294	-0.0352	1				
Oportunidade Crescimento	0.0104	0.4550	-0.0398	0.1270	-0.0776	0.2310	-0.0040	1			
Cobertura Juros	-0.0001	0.1590	-0.0660	-0.1460	0.0218	0.1790	-0.0709	0.0198	1		
Z-Score	0.0538	0.8060	-0.0532	-0.2740	-0.0251	0.4770	-0.0995	0.2790	0.2490	1	
Margem Líquida	-0.0033	-0.0046	0.0694	-0.0026	0.0266	0.0091	-0.0375	-0.0113	0.0080	0.0057	1

China	Custo dívida	Q de Tobin	HHI	Endividamento	Tamanho	Rentabilidade	Tangibilidade	Oportunidade Crescimento	Cobertura Juros	Z-Score	Margem Líquida
Custo dívida	1										
Q de Tobin	0.0439	1									
HHI	-0.0134	-0.1120	1								
Endividamento	-0.2630	-0.3210	0.0367	1							
Tamanho	-0.0476	-0.4290	0.2470	0.2100	1						
Rentabilidade	-0.0372	0.1220	0.1110	-0.1930	0.0633	1					
Tangibilidade	-0.0458	-0.0931	0.0777	0.3030	0.0384	-0.0100	1				
Oportunidade Crescimento	0.0568	0.6880	-0.0936	0.0122	-0.2800	-0.0769	-0.0613	1			
Cobertura Juros	-0.0560	0.1510	0.0271	-0.2470	-0.0359	0.2560	-0.1090	0.0203	1		
Z-Score	0.0597	0.4920	-0.0382	-0.2010	-0.1640	0.0971	-0.0503	0.3110	0.1260	1	
Margem Líquida	-0.0544	0.0700	0.0812	-0.1620	0.1290	0.5330	-0.0908	-0.1120	0.1560	0.0924	1

Índia	Custo dívida	Q de Tobin	HHI	Endividamento	Tamanho	Rentabilidade	Tangibilidade	Oportunidade Crescimento	Cobertura Juros	Z-Score	Margem Líquida
Custo dívida	1										
Q de Tobin	0.0103	1									
HHI	0.0674	0.0828	1								
Endividamento	-0.3020	-0.3390	-0.0663	1							
Tamanho	0.0728	-0.0891	0.2470	0.1310	1						
Rentabilidade	-0.0296	0.3310	-0.0149	-0.1570	0.0561	1					
Tangibilidade	-0.1600	-0.0693	0.0151	0.3080	0.0176	0.0046	1				
Oportunidade Crescimento	-0.0066	0.7750	0.1100	-0.0485	-0.0024	0.1840	-0.0474	1			
Cobertura Juros	-0.0108	0.2540	0.0740	-0.2140	0.0250	0.2420	-0.0756	0.1180	1		
Z-Score	0.0417	0.2550	0.0072	-0.0988	-0.0380	0.0591	-0.0328	0.1980	0.0638	1	
Margem Líquida	-0.0034	0.1070	0.0254	-0.0748	0.0313	0.2930	-0.0076	0.0852	0.0789	0.0115	1

Rússia	Custo dívida	Q de Tobin	HHI	Endividamento	Tamanho	Rentabilidade	Tangibilidade	Oportunidade Crescimento	Cobertura Juros	Z-Score	Margem Líquida
Custo dívida	1										
Q de Tobin	0.0067	1									
HHI	-0.0134	-0.1190	1								
Endividamento	-0.3350	-0.1840	0.0789	1							
Tamanho	-0.1390	0.0358	-0.1100	-0.0235	1						
Rentabilidade	-0.0267	0.2980	-0.0087	0.0029	0.1710	1					
Tangibilidade	-0.1440	0.1260	-0.0123	0.0171	0.0801	0.1220	1				
Oportunidade Crescimento	0.0424	0.3780	-0.0684	0.1450	-0.0695	0.0625	-0.0988	1			
Cobertura Juros	-0.0280	0.0743	-0.0490	-0.1030	0.0740	0.0754	-0.0066	-0.0182	1		
Z-Score	0.0315	0.6730	-0.0580	-0.1640	0.1190	0.5660	0.1800	0.1440	0.2080	1	
Margem Líquida	0.0065	0.0011	0.0275	0.0144	0.0925	0.0989	0.0642	0.0102	0.0048	0.1940	1