

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO**

**DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

**MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO**

**A ESTRUTURA DE CAPITAL COMO INSTRUMENTO DE  
GOVERNANÇA CORPORATIVA E O IMPACTO SOBRE OS  
CUSTOS DE AGÊNCIA**

**Derek van Brussel Machado**

**Matrícula: 0910467**

**Orientador: João Manoel Pinho de Mello**

**Dezembro 2012**

**“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.”**

---

**“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.”**

“Never, ever, think about something else  
when you should be thinking about the power of incentives.”

(Charles T. Munger)

## Sumário

1. Introdução.....	6
1.1. Problema .....	6
1.2. Objetivo .....	7
1.3. Relevância.....	7
2. Estrutura de Capital .....	9
2.1. Dívida.....	9
2.2. Equity.....	11
2.3. Estrutura de Capital Ótima .....	12
3. Problema de Agência .....	14
3.1. Custos de Agência .....	14
3.2. Mecanismos de Governança Corporativa .....	15
4. Revisão da Literatura .....	20
4.1. Estudos.....	20
4.2. Aplicações.....	21
5. Metodologia .....	23
5.1. Amostra.....	24
5.2. Regressão .....	25
6. Resultado.....	26
7. Conclusão.....	29
8. Referências Bibliográficas .....	30

**Tabelas**

Tabela 1.....	9
Tabela 2 .....	11
Tabela 3.....	13
Tabela 4 .....	16
Tabela 5.....	16
Tabela 6 .....	17

## 1. Introdução

### 1.1. Problema

A monografia tem como tema central a escolha da estrutura de capital levando em consideração o problema de agência. A relação entre custos de agência e estrutura de capital é importante na análise da eficácia do uso da imposição de determinada estrutura de capital como instrumento de governança corporativa por parte dos acionistas.

Segundo Jensen e Meckling (1976), uma relação de agência pode ser definida por um contrato em que uma ou mais pessoas (principal) conferem a outra pessoa (agente) a prerrogativa de prestar algum serviço para as mesmas, envolvendo a delegação de autoridade para a tomada de decisões. Os problemas de agência ocorrem devido ao fato do agente nem sempre agir em prol dos interesses do principal. Esses problemas podem ser amenizados através da adoção de determinadas práticas. Tais práticas são denominadas governança corporativa.

O principal objeto de estudo da governança corporativa é a criação de mecanismos que alinhem os interesses dos *stakeholders* de uma empresa, sendo estes seus acionistas, credores, gestores e empregados, de modo a gerar valor no longo prazo. O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) a define como “[...] o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de governança corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso ao capital e contribuindo para a sua longevidade.”

As práticas de governança geram custos, dentre eles os custos com a criação de estruturas e contratos que limitem o comportamento indesejável dos administradores, custos com monitoramento e custos de oportunidade devido à limitação das ações dos administradores. Esses custos, somados aos custos gerados pela própria relação de agência (risco dos agentes usarem os recursos das empresas para seus benefícios) são denominados custos de agência.

Uma das práticas de governança adotadas por acionistas é a imposição de determinada estrutura de capital. Modigliani e Miller (1958) apresentaram a teoria de que sob determinadas condições a estrutura de capital é irrelevante para a empresa. Desde tal proposição, as teorias de finanças explicam a escolha da estrutura de capital a partir da violação de tais condições. Adicionalmente, existem problemas de agência que explicam a relevância da escolha da estrutura de capital ótima para a empresa. A teoria conclui que estruturas com mais dívida em relação ao *equity* e menor quantidade de caixa induzirão o administrador à maior esforço. Desse modo, a dívida pode ser entendida como um mecanismo disciplinador do *management*. Será objeto de análise o impacto da estrutura de capital das empresas nas decisões de seus gestores, assim como a relação entre os custos de agência e estrutura de capital.

## **1.2. Objetivo**

O objetivo do estudo será a análise dos fatores determinantes da estrutura de capital ótima, dos problemas de agência comumente enfrentados por empresas, e posterior elaboração de um estudo empírico que prove o resultado de que empresas mais alavancadas possuem menores custos de agência. O estudo utilizará dados financeiros de empresas brasileiras de capital aberto. Dada a importância da governança corporativa para o desenvolvimento do mercado financeiro, torna-se essencial mostrar a eficácia da estrutura de capital como instrumento disciplinador. Faz-se importante reconhecer as limitações do modelo e as dificuldades na mensuração dos custos de agência. Ainda assim, com os resultados obtidos, será possível observar se a teoria se aplica às empresas brasileiras de capital aberto.

## **1.3. Relevância**

A análise da relação entre estrutura de capital e custos de agência é de extrema relevância, pois a estrutura de capital é frequentemente usada como medida de governança corporativa por parte dos acionistas. As regras definidas pelo acordo de acionistas, somadas às leis às quais determinada empresa segue influenciarão diretamente seu processo decisório, afetando assim suas formas de investimento, meios de financiamento e, finalmente, o seu valor.

A importância da governança para a economia é tamanha que a sua discussão tem sido recorrente nos órgãos legisladores dos países. Recentemente, o congresso americano aprovou uma regulamentação mais ostensiva para o mercado, denominada

*Dodd-Frank Act*. Regulamentações são importantes para proteger os acionistas das empresas contra fraudes e más administrações, porém elevam os custos de agência das empresas, principalmente as listadas em bolsa. O incremento nesses custos tem influência nas decisões quanto à abertura de capital de diversas empresas, conduzindo a um esvaziamento da bolsa e conseqüente aumento no custo de financiamento. Por essas razões se dá a importância do constante estudo do impacto das medidas de governança na prática, de modo a encontrar um ponto que aumente a eficiência dos mercados.

A tarefa de se encontrar uma estrutura de capital adequada para determinada empresa tem grande importância, dado que determina a sua lucratividade e pode decretar o seu sucesso ou até a falência. Faz-se necessário destacar que outros fatores que não os custos de agência também são cruciais para a determinação da estrutura de capital adequada, como a situação do mercado financeiro e deduções fiscais. Todos esses fatores serão citados e brevemente analisados, porém será aprofundada a análise sobre o impacto nos custos de agência.

A segunda seção trata das principais características da estrutura de capital de uma empresa e as suas implicações. Posteriormente, na terceira seção, é feita uma análise do problema de agência, os custos gerados pelo desalinhamento de interesses entre o management e os acionistas de uma empresa. Ainda nesta seção, o tema da Governança Corporativa, que consiste na criação de mecanismos que mitiguem tais custos, é abordado de forma detalhada. A quarta seção apresenta uma revisão da literatura, contendo papers de autores que já trataram da relação entre estrutura de capital e custos de agência. Por fim, é testada a teoria de que empresas mais alavancadas possuem maiores custos de agência, através de um estudo empírico utilizando uma amostra de empresas brasileiras.



## 2. Estrutura de Capital

Há um pensamento muito difundido em relação à estrutura de capital: “*Equity* é uma almofada. Dívida, uma espada.”<sup>1</sup>. Esse pensamento advém da natureza do *equity* em “perdoar” eventuais erros de gestão, e da inflexibilidade da dívida, que pode se tornar perigosa em cenários adversos.

A estrutura de capital de uma firma é determinada por diversas variáveis. Vale lembrar que existem diferentes formas de financiamento, não se limitando apenas a dívida e *equity*. São as chamadas securitizações híbridas, possuindo características de ambos.

Além das formas de financiamento externo, o tipo mais comumente utilizado pelas firmas é o financiamento interno. Sua principal vantagem é o menor custo de transação, já que a firma não precisa captar no mercado. Além disso, nesse caso não há mudança na estrutura de controle. Cabe citar que o financiamento interno pode ser considerado *equity*, já que a empresa poderia simplesmente utilizar o fluxo de caixa livre para distribuir dividendos para os acionistas. Por isso, a empresa que se utiliza de financiamento interno deve investir em projetos que garantam retorno acima do custo de capital do acionista.

Com o intuito de uma posterior análise dos determinantes da estrutura de capital ótima para uma firma, convém anteriormente expor as principais características, vantagens e custos de cada tipo de financiamento.

### 2.1.Dívida

Tabela 1<sup>1</sup>:

Remuneração Fixada em Contrato
Maturidade Fixada em Contrato
Pagamentos são Dedutíveis de Imposto
Possui Prioridade de Pagamento em Caso de Falência
Fluxo de Pagamento não pode ser Controlado Pelo <i>Management</i>

---

<sup>1</sup> Damodaran (2005)

Uma das principais vantagens do financiamento através de dívida é o benefício tributário que ela gera. Os juros da dívida são dedutíveis da parcela tributável do lucro, o que torna o seu custo efetivo menor do que o seu custo nominal. Uma forma simples de calcular o real custo da dívida é através da fórmula:

$$r(1 - t)$$

onde  $r$  é a taxa de juros e  $t$  a tributação.

Observa-se que, tudo mais constante, quanto maior a tributação, menor o custo efetivo da dívida. Dessa forma, pode-se concluir que em locais com maiores taxas de tributação, as empresas se endividarão mais. Também é importante notar que, para empresas com resultados negativos, o benefício tributário da dívida é menor, dado que, na maioria dos casos, o tributo incide sobre resultados positivos.

Convém citar que diversos países adotam medidas para minimizar o problema de dupla tributação dos dividendos dos acionistas. A Grã Bretanha, por exemplo, garante um crédito tributário para investidores que recebem dividendos, devido aos impostos corporativos. A Alemanha tributa os lucros retidos a uma taxa maior do que os dividendos.<sup>2</sup>

Outro benefício do financiamento através de dívida é a disciplina imposta ao *management*. O argumento é que os administradores têm maior poder de escolha sobre o investimento a ser feito com fluxos de caixa livre da empresa. Isso se torna um grave problema de agência, já que altos fluxos de caixa livres são uma proteção ao administrador. Essa proteção os torna menos comprometidos em minimizar seus erros e diminui o incentivo a ser eficiente na escolha de projetos, o que pode levar ao investimento em projetos com relações Risco x Retorno piores.

A escolha da dívida como forma de financiamento também acarreta em custos.

O principal deles é o custo atrelado ao risco de falência, o que levaria ao default da dívida. Com a falência de uma firma, seus *stakeholders* incorreriam em custos diretos, como assessorias jurídicas e administrativas. Além disso, estão atrelados custos indiretos. Um deles é o custo advindo do fato dos consumidores de uma firma acharem que ela está em dificuldades. No caso de uma firma que produz bens duráveis, esse

---

<sup>2</sup> Damodaran (2005)

custo será particularmente alto, já que consumidores deixarão de adquirir produtos que provavelmente não terão assessoria técnica ou reparos do fabricante. Outro caso particularmente delicado é de firmas que comercializam serviços nos quais a qualidade é um fator importante. Um exemplo são as companhias aéreas. Consumidores terão menor propensão a voar com companhias aéreas em situação financeira delicada, devido ao risco de não estarem investindo na manutenção dos aviões.<sup>3</sup>

## 2.2. Equity

Tabela 2<sup>3</sup>:

Remuneração Residual
Maturidade Infinita
Pagamentos não são Dedutíveis de Imposto
Não Possui Prioridade em Caso de Falência
Fluxo de Pagamento pode ser Controlado pelo <i>Management</i>

O financiamento através de *equity* é particularmente importante para firmas em estágio inicial. Como seus retornos são incertos e as firmas não possuem histórico de geração de caixa, é praticamente impossível a obtenção de dívida. Para empresas em estágio mais avançado, a escolha do financiamento através do *equity* se dá por diversas razões.

Firmas que necessitam de maior flexibilidade nas decisões de investimento também são beneficiadas com o financiamento através do *equity*. As dívidas são normalmente atreladas a certo investimento, ou seus contratos proíbem o uso do montante para determinados fins. Isso cria inflexibilidade para a empresa, já que a possibilidade da realização de determinados investimentos é incerta.

A variabilidade nos possíveis retornos de uma firma também é um importante fator condicionante ao financiamento com *equity*. Como a remuneração do acionista é residual e pode ser determinada pelo *management*, o *equity* tende a ser a melhor alternativa para empresas que investem em projetos de alto risco. Além disso, projetos que terão maiores períodos de *ramp-up* tornam o *equity* mais vantajoso. A dívida poderia colocar uma empresa com altos fluxos esperados, porém fluxos presentes

---

<sup>3</sup> Damodaran (2005)

negativos em situação de risco, devido ao não pagamento de principal e juros, podendo levar à sua falência mesmo com boas perspectivas futuras. Essa inflexibilidade da dívida torna o *equity* uma alternativa viável em diversas situações, mesmo com os acionistas demandando retornos maiores do que os detentores de dívida.

### 2.3. Estrutura de Capital Ótima

Modigliani e Miller fizeram grandes contribuições para a teoria das finanças corporativas. O teorema mais famoso apresentado pelos professores é o de que, sob determinadas condições, a estrutura de capital não afeta o valor da firma.<sup>4</sup> A partir desse teorema, o estudo sobre a estrutura de capital ótima se baseou na violação de tais condições.

As condições para o “Princípio da Irrelevância da Estrutura de Capital” são:

Ausência de impostos. Em caso da incidência de impostos, se financiar com dívida representa uma vantagem, já que o pagamento de juros pode ser deduzido do lucro antes do imposto.

Ausência de Risco de default. O risco de default aumenta o custo de se financiar com dívida, afinal, a empresa não pode deixar de honrar os pagamentos dos juros, diferentemente do *equity*, que pode ser remunerado de acordo com as possibilidades da empresa.

Ausência de custos de agência. Empresas mais alavancadas podem investir em projetos mais arriscados, já que, em caso de sucesso, o retorno será expropriado em maior parte pelos acionistas, enquanto os detentores da dívida receberão apenas uma taxa fixa. Enquanto isso, o maior risco será dos detentores de dívida, que financiam a maior parte das atividades de empresas com alto grau de alavancagem. Em caso de fracasso dos projetos de alto risco, as perdas dos detentores de dívida serão maiores. Por isso o incentivo ao risco por parte de empresas com altos graus de alavancagem. Além disso, há o benefício da dívida como instrumento disciplinador, anteriormente mencionado.

Sabemos que tais condições são parte do mundo real, e por isso o teorema de Modigliani-Miller é uma importante base de partida para o entendimento da estrutura de

---

<sup>4</sup> Modigliani, F., Miller, M. (1958)

capital ótima. O desafio de encontrar a estrutura de capital ótima está em achar o ponto em que os benefícios tributário e disciplinador igualam os seus custos, principalmente os custos de agência e do risco de default. Além disso, é importante mencionar que outros fatores influenciam a estrutura de capital das firmas. A começar pelo momento que a firma vive.

Firmas geralmente iniciam suas atividades com financiamento em *equity* de seus donos. Em alguns casos, o empreendedor pode ser financiado por um fundo de venture capital ou *private equity*, e em contrapartida terá que dividir o controle das decisões, além de boa parte do fluxo de caixa futuro do acionista. A partir de certo período de atividade, as firmas podem recorrer aos bancos e tomar dívidas. Os bancos analisam o risco da operação de crédito a partir do histórico da firma e de seu potencial de geração de caixa, de modo a poder honrar os pagamentos da dívida.

A partir do momento em que pode se financiar com dívida, a forma como os investimentos serão realizados interferem na escolha da forma mais adequada de financiamento. Projetos com os retornos mais incertos aumentam o custo de se pegar dívida, já que a probabilidade de default é maior. Abaixo, um quadro que resume a vida útil de uma firma e os aspectos que influenciam a tomada de decisão de financiamento:

Tabela 3<sup>5</sup>:

*IV. The Debt-Equity Trade off and Life Cycle*

	Stage 1 Start-up	Stage 2 Rapid Expansion	Stage 3 High Growth	Stage 4 Mature Growth	Stage 5 Decline
<i>Revenues</i>					
<i>Earnings</i>					
<i>Time</i>					
<i>Tax Benefits</i>	Zero, if losing money	Low, as earnings are limited	Increase, with earnings	High	High, but declining
<i>Added Discipline of Debt</i>	Low, as owners run the firm	Low. Even if public, firm is closely held.	Increasing, as managers own less of firm	High. Managers are separated from owners	Declining, as firm does not take many new investments
<i>Bankruptcy Cost</i>	Very high. Firm has no or negative earnings.	Very high. Earnings are low and volatile	High. Earnings are increasing but still volatile	Declining, as earnings from existing assets increase.	Low, but increases as existing projects end.
<i>Agency Costs</i>	Very high, as firm has almost no assets	High. New investments are difficult to monitor	High. Lots of new investments and unstable risk.	Declining, as assets in place become a larger portion of firm.	Low. Firm takes few new investments
<i>Need for Flexibility</i>	Very high, as firm looks for ways to establish itself	High. Expansion needs are large and unpredictable	High. Expansion needs remain unpredictable	Low. Firm has low and more predictable investment needs.	Non-existent. Firm has no new investment needs.
<i>Net Trade Off</i>	Costs exceed benefits Minimal debt	Costs still likely to exceed benefits. Mostly equity	Debt starts yielding net benefits to the firm	Debt becomes a more attractive option.	Debt will provide benefits.

<sup>5</sup> Damodaran (2005)

### 3. Problema de Agência

Problemas de Agência ocorrem a partir do desalinhamento de interesses entre os principais (sócios) e agentes (administradores). A separação entre propriedade e controle, principalmente em companhias de capital aberto, são necessárias, porém geram custos de oportunidade e monitoramento, que podem ser entendidos como os custos de agência. Os mecanismos desenhados na tentativa de minimizar o problema de agência em empresas são denominados Governança Corporativa.

#### 3.1. Custos de Agência

Os custos de agência podem ser divididos entre os custos de oportunidade, que advém do fato dos administradores não necessariamente investirem os recursos nas opções ótimas, e dos custos de monitoramento dos administradores, incorrido pelos investidores de uma firma, para se certificarem de que os recursos estão sendo utilizados de maneira adequada.

Como exposto anteriormente, parte significativa dos custos de oportunidade advém da existência de altos fluxos de caixa livre em uma firma, devido ao maior poder de escolha dos administradores sobre seus usos. Por isso, altos fluxos de caixa livres são uma proteção ao administrador. Essa proteção os torna menos comprometidos em minimizar seus erros e diminui o incentivo a ser eficiente na escolha de projetos, o que pode levar ao investimento em projetos com relações Risco x Retorno piores.

Particularmente, parte dos administradores com altos fluxos de caixa livres terão maior incentivo a optarem por projetos de menor risco, porém com retorno abaixo do esperado. Para os mesmos, não convém investir em projetos de maior risco, porém com retornos satisfatórios. Tal incentivo advém: (i) do desejo de proteger seus cargos, que podem ser ameaçados por resultados negativos e (ii) do desincentivo ao esforço, já que a implementação de projetos de maior risco acarreta em custos para o administrador, que terá de se esforçar para aumentar a eficiência na gestão, de modo a garantir a rentabilidade desejada.

Alguns administradores podem ter inventivos ao chamado “*empire building*”, que consiste no aumento exagerado da corporação através do investimento em projetos com rentabilidades indesejadas, ou projetos que diversifiquem a atividade operacional da empresa. Os benefícios para o administrador em adotar tal prática são o aumento do

seu poder e um possível aumento em sua remuneração, devido ao crescimento da corporação. No longo prazo, no entanto, tal prática leva à diminuição na rentabilidade para o acionista, podendo ocasionar na falência do negócio. Por isso, a prática de “*empire building*” pode ser entendida como um custo de agência e por isso deve ser combatida.

Além da escolha de projetos, outros custos de agência estão associados à existência de altos fluxos de caixa livres. Com o maior poder de escolha sobre o uso de tais recursos, administradores podem utilizá-los em gastos supérfluos, que não necessariamente trarão benefícios à corporação. Uso excessivo de helicópteros, a compra de escritórios melhores e o uso de recursos da empresa para benefício pessoal são alguns exemplos.

O estudo empírico terá como foco esse approach sobre o benefício de se carregar dívida. O pagamento de juros diminui o fluxo de caixa sobre o qual os administradores terão poder de escolha sobre o uso, e por isso empresas mais alavancadas trarão maiores retornos para os acionistas.

Outros importantes custos de agência advêm da necessidade de monitoramento do *management* por parte dos *stakeholders* de uma firma. A contratação de firmas de auditoria e a criação de conselhos administrativos e fiscais são alguns desses custos. Fundos de investimento e bancos também utilizam parte de seus recursos para monitoramento, ao designar analistas para o acompanhamento das empresas investidas.

Todos os custos anteriormente mencionados, somados aos custos de formulação de contratos, são objeto de análise na teoria da Governança Corporativa, que consiste na criação de mecanismos para mitigá-los.

### **3.2.Mecanismos de Governança Corporativa**

A Governança Corporativa lida com os meios pelos quais os financiadores de um determinado negócio garantirão o devido retorno sobre seus investimentos<sup>6</sup>. O desenvolvimento de um determinado mercado em termos de práticas de Governança impacta diretamente nos custos de financiamento das companhias. O desafio da área é encontrar formas de regulação que garantam o bom funcionamento do mercado sem que

---

<sup>6</sup> Shleifer, Vishny (1996)

os administradores fiquem excessivamente “engessados” e conseqüentemente suas empresas percam boas oportunidades de investimento.

Existem dois principais sistemas de Governança Corporativa no mundo<sup>7</sup>:

O sistema dos países Anglo-Saxões é denominado “Outsider System”, no qual os acionistas em geral são pulverizados e não participam diretamente da gestão das empresas. Suas características:

Tabela 4<sup>7</sup>:

Estrutura de propriedade dispersa nas grandes empresas
Papel importante do mercado de ações na economia
Ativismo e grande porte dos investidores institucionais
Foco na maximização do retorno para os acionistas (shareholder oriented)

Já na Europa e Japão, predomina o “Insider System”. Nesse sistema, os grandes acionistas das empresas geralmente participam diretamente de sua gestão. Características:

Tabela 5<sup>7</sup>:

Estrutura de propriedade mais concentrada
Presença de conglomerados industriais-financeiros
Baixo ativismo e menor porte dos investidores institucionais
Reconhecimento mais explícito e sistemático de outros <i>stakeholders</i> não-financeiros, principalmente funcionários (stakeholder oriented)

Muitos acreditam que a origem das diferenças das estruturas de Governança dos países está nos sistemas de leis aos quais eles seguem. Países Anglo-Saxões, regidos pelo sistema de Common Law, são conhecidos por terem sistemas mais desenvolvidos de Governança. Isso está positivamente correlacionado com a participação da renda de civis no investimento no mercado financeiro. Já países que aderem às Leis Civis, em

<sup>7</sup> Brealey, R., Myers, S., Allen, F. (2011)



geral oferecem menor proteção ao acionista, e por isso o sistema favorece uma estrutura de propriedade mais concentrada.

A forma mais óbvia de se tentar direcionar o comportamento dos administradores à maximização do valor de uma firma é através de leis e obrigações regulatórias. Diversos países especificam os meios das empresas se reportarem aos investidores, ou os princípios de contabilidade que empresas de capital aberto devem seguir.

No Brasil, existem diversos níveis de Governança que empresas de capital aberto podem aderir. Um quadro comparativo se encontra na tabela abaixo:

Tabela 6<sup>8</sup>:

	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	BOVESPA MAIS	TRADICIONAL
<b>Características das Ações Emitidas</b>	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	Somente ações ON podem ser negociadas e emitidas, mas é permitida a existência de PN	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)
<b>Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)</b>	No mínimo 25% de free float			25% de free float até o 7º ano de listagem, ou condições mínimas de liquidez	Não há regra
<b>Distribuições públicas de ações</b>	Esforços de dispersão acionária			Não há regra	
<b>Vedação a disposições estatutárias (a partir de 10/05/2011)</b>	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quorum qualificado e "cláusulas pétreas"		Não há regra		
<b>Composição do Conselho de Administração</b>	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos		Mínimo de 3 membros (conforme legislação)		
<b>Vedação à acumulação de cargos (a partir de 10/05/2011)</b>	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)			Não há regra	
<b>Obrigação do Conselho de Administração (a partir de 10/05/2011)</b>	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia		Não há regra		
<b>Demonstrações Financeiras</b>	Traduzidas para o inglês		Conforme legislação		
<b>Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos</b>	Obrigatório			Facultativo	
<b>Divulgação adicional de informações (a partir de 10/05/2011)</b>	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta			Não há regra	
<b>Concessão de Tag Along</b>	100% para ações ON	100% para ações ON e PN 100% para ações ON e 80% para PN (até 09/05/2011)	80% para ações ON (conforme legislação)	100% para ações ON	80% para ações ON (conforme legislação)
<b>Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico</b>	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento		Conforme legislação	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento	Conforme legislação
<b>Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado</b>	Obrigatório		Facultativo	Obrigatório	Facultativo

<sup>8</sup> BM&F Bovespa

Recentemente, após a série de escândalos que vieram à tona com a crise de 2008, o Governo americano aprovou um Ato Regulatório com uma série de leis criadas com o propósito de aumentar a Governança Corporativa, denominado *Dodd-Frank Act*. No texto, os principais deveres do Ato são: ‘Melhorar a eficiência, integridade, competitividade e estabilidade do mercado financeiro americano, promover a disciplina do mercado e garantir a confiança do investidor.’.

Outro mecanismo muito comum de Governança é a participação de Conselhos Administrativos na gestão de empresas. Nos estatutos sociais de empresas, diversas decisões corporativas podem ser subordinadas à aprovação do Conselho Administrativo, com o intuito de tirar parte do poder discricionário do *management*. A própria decisão de escolher os administradores é parte do dever do Conselho.

Em diversos países, possuir um Conselho é obrigatório para empresas de capital aberto. A forma como são constituídos os Conselhos difere muito entre cada lugar. Nos Estados Unidos, é mais comum a participação de Conselhos Administrativos constituídos por acionistas e representantes das instituições financeiras que se relacionam com as empresas. Já na Alemanha, além do Conselho Administrativo, há um Conselho de Supervisão, de mesmo tamanho, o qual é constituído por empregados e diretores da empresa. Em caso de impasse entre os dois Conselhos, o voto de minerva é dado pelo Chairman, escolhido pelos acionistas.<sup>9</sup>

Na teoria, o Conselho deve ser independente dos administradores, porém, em muitos casos, o Conselho se torna um mecanismo passivo de aprovação das decisões do *management*. Nos últimos anos, houve uma mudança na cultura corporativa para uma maior independência.

O monitoramento é outra importante forma de Governança. Na prática, o *management* não só é monitorado pelos grandes acionistas de uma empresa, mas também por analistas de mercado e outros *stakeholders*, como os credores. Dessa forma os bancos desempenham papel crucial no sistema financeiro, dado que são os principais financiadores e possuem maior quantidade de informações sobre as empresas em geral.

Outra fonte de disciplina do *management* é o risco de *takeover* da sua empresa. Esse risco é particularmente elevado em indústrias com baixo crescimento e capacidade

---

<sup>9</sup> Brealey, R., Myers, S., Allen, F. (2011)

excessiva. Empresas com *performance* abaixo do mercado estão suscetíveis a serem compradas por concorrentes, dispostos a implantar uma cultura que acreditam maximizar o valor do negócio. Sabe-se que nenhum administrador quer colocar o seu cargo em jogo, e, por isso, o risco de sua empresa ser comprada representa um incentivo a mais ao esforço.

Muito se discute a respeito de planos de remuneração que ajudem a mitigar o problema de agência. Essa visão, que busca um “contrato ótimo” como a melhor forma de incentivar o *management*, claramente enxerga esses chamados planos de remuneração como parte da solução para o problema de agência, apesar dos pesquisadores da área reconhecerem as limitações de um contrato.

Bebchuk e Fried (2003) exploram outra visão sobre a questão. Os autores argumentam que planos de remuneração são também parte do problema de agência. Tal efeito se dá através do poder dos executivos em influenciar as decisões a respeito de seus planos de remuneração. Como resultado, observa-se que diversas características dos planos de remuneração refletem incentivos dos executivos ao *rent-seeking*, ao invés da provisão de incentivos eficientes.

Como se pode observar, todos os mecanismos de Governança visam minimizar o problema de agência, porém não o fazem desaparecer. Há também mecanismos de Governança que criam efeitos colaterais, como os planos de remuneração de executivos, gerando mais conflitos entre os agentes. O excesso de mecanismos de Governança pode ter o efeito contrário do que se espera com eles, que é a maximização do valor dos negócios. Excessivas regulações podem tornar decisões das empresas muito lentas e engessadas, causando ineficiência.

Dessa forma, se faz necessário o constante estudo do impacto de medidas de Governança. É um campo em constante aprimoramento e o seu objetivo é criar um conjunto de regras que alinhem os incentivos dos *stakeholders* das corporações, ao mesmo tempo se adequando às leis e instituições de seus locais de atuação.

## 4. Revisão da Literatura

### 4.1. Estudos

Diversos autores já publicaram estudos sobre a relação entre o problema de agência e a composição financeira de empresas.

Jensen (1986) analisa a relação dos custos de agência com o fluxo de caixa livre para a firma. Seu artigo trata do benefício da dívida como redutora dos custos de agência de altos fluxos de caixa livres, e de como dividendos podem ser substituídos por dívidas, utilizando exemplos nas indústrias de óleo e gás, telecomunicações e tabaco.

Segundo o autor, a dívida traz benefícios como instrumento “disciplinador” do *management*. Administradores com altos fluxos de caixa livres podem pagar dividendos, porém têm incentivos a não o fazerem, usando-os para aumentar o tamanho da firma ou investir em projetos com menor retorno. Tais incentivos advêm do aumento do poder do administrador (*empire building*), e possível aumento do seu salário, positivamente relacionado ao tamanho da firma. O mecanismo de incentivos acima descrito permite também concluir que qualquer promessa do administrador envolvendo o pagamento de dividendos será fraca.

A única forma do administrador se comprometer de forma crível a pagar fluxos de caixa futuros é através da contração de dívidas, já que a punição do não pagamento nesse caso é a liquidação da firma. O pagamento regular de juros também reduz o fluxo de caixa a ser utilizado à critério dos administradores.

O autor também conclui que o mecanismo não deve ser utilizado em firmas de alto crescimento e baixo fluxo de caixa, sendo um instrumento interessante apenas para empresas em fase de maturidade e com tamanho acima do desejável.

Jensen e Meckling (1976) fazem um profundo estudo da relação entre estrutura de propriedade de uma firma e seus custos de agência. Utilizando como caso base uma firma sem custos de agência, a qual é administrada pelo dono de 100% de suas ações, os autores argumentam que estruturas mais dispersas aumentam os custos de agência. Os autores também comentam sobre os impactos da estrutura de capital sobre os custos de agência.

Baseados na ideia de que empresas com muito equity em suas estruturas são menos incentivadas à maximização dos retornos, Grossman e Hart (1982) criam uma teoria sobre o uso da dívida como instrumento. Os autores argumentam que o management, ao contrair dívida para a empresa, está mandando um sinal de que irá se esforçar para aumentar os retornos e, com isso, a empresa não irá à falência.

Ang, Cole e Wuh Lin (2000), se baseiam no estudo de Jensen e Meckling (1976) para determinar o efeito da estrutura de propriedade de uma firma sobre os custos de agência. Os autores utilizam dados de 1.708 firmas de pequeno tamanho e concluem que os custos de agência (i) são maiores quando a firma é administrada por alguém que não o dono, (ii) diminuem com o maior monitoramento dos bancos, (iii) são inversamente relacionados à participação do management na propriedade e (iv) aumentam com o aumento no número de acionistas.

#### **4.2. Aplicações**

Diversas formas de se medir os custos de agência já foram empregadas em papers de pesquisadores da área. Ang, Cole e Wuh Lin (2000) empregam o giro do ativo como proxy para custos de agência. A justificativa é que essa medida mostra a efetividade das decisões de investimento da firma e a habilidade dos gestores de direcionar os ativos para o uso mais produtivo possível.

Singh and Davidson III (2003) utilizaram outra proxy para custos de agência. Em seus estudos, os autores utilizaram a razão de despesas administrativas sobre a receita líquida para capturar os gastos do *management* com supérfluos ou perquisites acima do necessário para a operação eficiente da firma.

A liquidez do ativo, que é a soma do caixa e securitizações líquidas da empresa dividida pelo ativo total, também pode ser utilizada para a medição dos custos de agência (Prowse, 1990). Segundo a teoria, quanto maior a razão de ativos líquidos, maior o poder do *management* em decidir em como serão utilizados esses fundos, e, conseqüentemente, maiores serão os custos de agência. Com base na mesma teoria, Lehn e Poulsen (1989), utilizam o fluxo de caixa livre como medida dos custos de agência.

Baseada na teoria de que gestores com baixa performance estão mais suscetíveis a tomar decisões que acarretem em maiores custos de agência, alguns autores utilizam o

índice Q de Tobin, dando o valor de “1” no caso de resultados acima de 1 e 0 para resultados abaixo ou iguais à 1. O índice é calculado como o  $(\text{Valor de Mercado do Equity} + \text{Valor de book das ações preferenciais}) / \text{Valor de Book do Ativo Total}$ . Firms com o índice maior do que 1 são vistas pelo mercado como geradoras de valor para o acionista, e, por isso, têm menos chances de gerar custos de agência. Já firms com o índice menor do que 1 estão destruindo valor, e a esse efeito estão associados maiores custos de agência.

Berger e Bonaccorsi di Patti (2002) empregam uma medida de lucro para testar a hipótese da influência da estrutura de capital sobre a performance de uma firma e seus custos de agência. A medida é a eficiência dos lucros, que consiste na comparação com os possíveis lucros na hipótese da firma empregar as melhores práticas de gestão. Diferentemente dos estudos anteriores sobre o tema, os autores levam em conta a possibilidade de causalidade reversa na relação entre performance e estrutura de capital. Assim como a estrutura de capital certamente afeta a performance, as firms podem escolher estruturas de capital de acordo com os seus resultados.

## 5. Metodologia

A metodologia utilizada no estudo empírico foi inspirada no estudo feito por He Zang e Steven Li (2008). Os pesquisadores utilizaram dados de 323 empresas listadas no Reino Unido para testar o efeito da estrutura de capital sobre os custos de agência nas empresas.

Cinco variáveis foram utilizadas:

**OETS:** A razão de despesas operacionais (excluindo remunerações, juros, depreciações etc) sobre receita é a proxy para os custos de agência.

**DTAR:** A razão da dívida total sobre o ativo total é a medida da alavancagem das empresas. Não é diferenciada dívida de curto ou longo prazo.

**LOS:** Log da receita líquida. Variável de controle para o tamanho das firmas.

**ROA:** Retorno sobre o ativo. Medida de performance.

Dummies para diferentes indústrias.

A partir das variáveis acima, foi feita a seguinte regressão:

$$OETS = f(DTAR, Z) + e_i$$

Na qual o Z representa as variáveis de controle LOS, ROA e as dummies.

A relação esperada, que foi encontrada no estudo com níveis adequados de significância, foi negativa entre OETS e DTAR.

Após a regressão descrita acima, os autores fizeram outros testes univariados e uma regressão em dois estágios, onde encontraram o resultado de que a partir de certo grau de alavancagem os custos de agência voltam a subir. O resultado é compatível com a teoria de que empresas muito alavancadas têm maiores custos de agência, devido ao incentivo ao “empire building” e à tomada de riscos excessivos. No entanto, estes testes não serviram de base para o estudo empírico.

Apesar da inspiração, o estudo empírico não utilizou a mesma metodologia do estudo dos pesquisadores. O método utilizado foi o de efeitos fixos com dados em painel.

## 5.1. Amostra

Foram coletados dados do terminal Bloomberg, advindos das informações financeiras anuais de empresas listadas na Bovespa. Ao todo, na amostra, são 427 empresas, com dados financeiros de 1997 à 2011, das quais 315 possuem quantidade suficiente de dados para serem utilizadas na regressão.

Para representar os custos de agência, foi utilizada como proxy a razão de despesas comerciais e administrativas sobre receita líquida (em %). Na regressão, a medida foi representada como EXPENSES. Para evitar o efeito dos outliers sobre a regressão, todas as observações nas quais a razão foi maior do que 100 foram retiradas da amostra. Acredita-se que a razões maiores do que 100, especificamente, não estejam correlacionadas com a estrutura de capital, portanto as exclusões não causam viés na regressão.

A variável dependente da regressão é a estrutura de capital da empresa, representada pela razão (%) da soma de todas as dívidas das empresas pelos seus ativos totais. Ela foi nomeada DEBT TO ASSETS. Conforme dito anteriormente, a teoria afirma que empresas com maior grau de alavancagem induzem seus administradores a encontrarem formas de aumentar a rentabilidade, muitas vezes diminuindo gastos, o que se refletiria em uma menor razão EXPENSES.

Como variáveis de controle, foram utilizadas duas métricas:

Retorno sobre o Ativo – uma proxy para a performance das empresas, já que o efeito da performance sobre os custos de agência são ambíguos. Ex.: diretores de empresas com melhor performance podem “relaxar” ou ter incentivo à gerar maiores despesas administrativas, por outro lado, e empresas podem estar com lucro líquido mais baixo devido à maiores despesas administrativas. Será representada pelo nome ROA.

Log da Receita líquida – quando determinada empresa tem maior receita, ela tende a ter uma razão menor de despesas comerciais e administrativas. Isso ocorre pelo fato de tais despesas não crescerem de maneira proporcional à receita. As receitas foram transformadas em logaritmo pois os números eram muito altos. Na regressão, foi representada pelo nome REVENUE.



## 5.2. Regressão

### **EXPENSES = $\bullet$ + $\bullet$ 1 DEBT\_TO\_ASSETS + $\bullet$ 2 ROA + $\bullet$ 3 REVENUE**

Pretende-se estimar a relação entre grau de endividamento e custos de agência em empresas de capital aberto brasileiras. A teoria diz que empresas mais alavancadas terão menores custos de agência. Possíveis razões para esse efeito são: (i) maior monitoramento da empresa por parte dos credores; (ii) maior incentivo ao esforço por parte da administração, devido ao maior risco de liquidação do negócio; (iii) menor “sobreinvestimento”, devido à necessidade de se arcar com o custo da dívida.

O método mais adequado para a regressão encontrado foi a estimação do painel com efeitos fixos de empresa. Desse modo, todas as variáveis explicativas constantes no tempo  $a_i$  foram removidas. Assim, diferentemente do estudo no qual a regressão foi baseada, não foi preciso incluir dummies para controlar para as diferenças entre os setores de atuação das empresas, já que tal efeito foi eliminado.

Ao utilizar a regressão com efeitos fixos de empresa, qualquer diferença na estrutura das empresas foi desconsiderada. Desse modo, empresas tradicionalmente mais alavancadas não são comparadas com empresas menos alavancadas. A comparação se dá apenas no efeito das mudanças do grau de alavancagem sobre os custos de agência.

Faz-se importante mencionar que, como algumas observações foram excluídas da amostra, o painel montado não é equilibrado, isto é, ele não possui todas as observações para todos os períodos de tempo. Tal característica não será fonte de viés, uma vez que a falta desses dados não é correlacionada com o erro da regressão.

Por fim, é necessário reconhecer as limitações do modelo. Duas das principais limitações são:

- i) A proxy para custos de agência, como qualquer proxy, é imperfeita. Uma empresa pode ter maiores proporções de custos comerciais e administrativos sem que isso represente um custo de agência.
- ii) A razão DEBT TO ASSETS não necessariamente é a melhor medida para o grau de alavancagem da empresa. Existem diversas formas de endividamento e por isso é importante uma análise mais aprofundada de cada tipo de dívida de uma empresa.

## 6. Resultado

O resultado encontrado foi condizente com a teoria estudada, de que empresas com maior grau de alavancagem teriam menores custos de agência.

Abaixo, o resultado da regressão:

Modelo 1: Efeitos-fixos, usando 2856 observações  
Incluídas 315 unidades de corte transversal  
Comprimento da série temporal: mínimo 1, máximo 15  
Variável dependente: Expenses

	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>razão-t</i>	<i>p-valor</i>	
const	157,006	7,93072	19,7973	<0,00001	***
Debt_to_Assets	-0,0525467	0,0242685	-2,1652	0,03046	**
ROA	-0,211005	0,0235557	-8,9577	<0,00001	***
Revenue	-14,6845	0,914729	-16,0533	<0,00001	***
Média var. dependente	26,23077	D.P. var. dependente	19,39794		
Soma resíd. quadrados	410281,7	E.P. da regressão	12,71438		
R-quadrado	0,618087	R-quadrado ajustado	0,570385		
F(317, 2538)	12,95737	P-valor(F)	0,000000		
Log da verossimilhança	-11145,97	Critério de Akaike	22927,93		
Critério de Schwarz	24822,32	Critério Hannan-Quinn	23611,05		
Rô	0,471121	Durbin-Watson	0,858996		

Teste para diferenciar interceptos de grupos -

Hipótese nula: Os grupos têm um intercepto comum

Estatística de teste:  $F(314, 2538) = 11,0581$

com  $p\text{-valor} = P(F(314, 2538) > 11,0581) = 1,12341e-300$

Observa-se que o resultado encontrado foi condizente com a teoria. O coeficiente negativo para DEBT TO ASSETS comprova a hipótese da diminuição dos custos de agência em empresas mais alavancadas. O resultado é estatisticamente significativo ao nível de 95%, dada a razão t de -2,165. Além disso, as variáveis utilizadas explicam 57% da variação da variável dependente, conforme mostra o R-quadrado ajustado.

Além do resultado da variável de interesse, observa-se uma clara relação negativa entre REVENUE e EXPENSES. Conforme esperado, isso se dá pelo crescimento proporcionalmente menor de tais despesas em relação ao crescimento da receita. Empresas maiores tendem a ter uma menor proporção de despesas administrativas.

Também é importante interpretar o resultado do ROA. O efeito das despesas administrativas sobre o retorno foi negativo com alta significância estatística. Tal relação pode levar à conclusão de que empresas com menores custos de agência possuem retornos maiores. Devido ao formato da proxy para custos de agência, há também uma relação direta entre as despesas e o lucro. Quanto maior a proporção de despesas sobre a receita, menor será o lucro da empresa. Não é possível determinar qual efeito prevaleceu na análise, mas certamente os dois atuaram. Um possível efeito no sentido oposto, dado pelo “relaxamento” do *management* de empresas com resultados positivos, que provocaria uma relação positiva entre ROA e EXPENSES, não foi observado no resultado.

Após a análise do resultado do modelo 1, foi testado um modelo semelhante, com a inclusão de uma variável SQ DEBT TO ASSETS, que representa o quadrado do grau de endividamento. Essa variável foi incluída para testar a teoria exposta anteriormente de que, para graus de endividamento suficientemente altos, os custos de agência voltam a aumentar. Abaixo, o resultado:

Modelo 2: Efeitos-fixos, usando 2856 observações  
Incluídas 315 unidades de corte transversal  
Comprimento da série temporal: mínimo 1, máximo 15  
Variável dependente: Expenses

	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>razão-t</i>	<i>p-valor</i>	
const	155,445	7,96602	19,5135	<0,00001	***
Debt_to_Assets	-0,159589	0,0596588	-2,6750	0,00752	***
ROA	-0,208204	0,0235856	-8,8276	<0,00001	***
Revenue	-14,3696	0,92817	-15,4816	<0,00001	***
sq_Debt_to_Asse	0,00157874	0,000803889	1,9639	0,04965	**
Média var. dependente	26,23077		D.P. var. dependente	19,39794	
Soma resíd. quadrados	409658,9		E.P. da regressão	12,70723	
R-quadrado	0,618666		R-quadrado ajustado	0,570868	
F(318, 2537)	12,94329		P-valor(F)	0,000000	
Log da verossimilhança	-11143,80		Critério de Akaike	22925,60	
Critério de Schwarz	24825,94		Critério Hannan-Quinn	23610,86	
Rô	0,471980		Durbin-Watson	0,858131	

Teste para diferenciar interceptos de grupos -

Hipótese nula: Os grupos têm um intercepto comum

Estatística de teste:  $F(314, 2537) = 11,0159$

com  $p\text{-valor} = P(F(314, 2537) > 11,0159) = 1,60342e-299$

O resultado encontrado vai de acordo com a teoria. A variável quadrática apresentou níveis satisfatórios de significância, podendo ser considerada estatisticamente significativa ao nível de 95%. O sinal encontrado (positivo) para o coeficiente era esperado, já que a teoria prevê que empresas com grau de endividamento à níveis suficientemente altos tendem a apresentar maiores custos de agência.

Além disso, a inclusão do seu quadrado tornou a variável DEBT TO ASSETS mais significativa, o que não é surpreendente, dado que o efeito ambíguo do aumento do endividamento sobre os custos de agência foi separado. Com o novo modelo, observa-se que o aumento do endividamento até certo ponto diminui os custos de agência, porém, a partir de um certo ponto, os custos voltam a aumentar.

A partir dos resultados encontrados, pode-se concluir que, em relação aos custos de agência, deve haver um ponto ótimo para o grau de endividamento de uma empresa. Os sinais contrários encontrados nos modelos sinalizam que deve haver um ponto onde os custos de agência serão minimizados.

## 7. Conclusão

Ao longo deste trabalho, procurou-se expor teorias sobre a estrutura de capital das empresas, com uma posterior análise de determinantes de uma possível estrutura ótima que maximize o valor para o acionista no longo prazo.

Também foi exposta a teoria de agência, assim como os principais custos advindos do desalinhamento de interesses entre *management* e *shareholders* e também as práticas utilizadas para minimizá-los, todas no campo da Governança Corporativa.

Com base na teorias expostas sobre: (i) a estrutura de capital; (ii) o problema de agência e a revisão da literatura que relaciona os dois temas, foi possível construir um modelo para testar o caso de empresas brasileiras de capital aberto.

Os modelos forneceram informações que levam a crer que a teoria pode ser aplicada no caso de empresas brasileiras, país que apresenta menor desenvolvimento dos mercados de capitais e de legislações que limitem a adoção de práticas indesejadas pelo *management*.

A partir dos resultados obtidos, conclui-se que a determinação da estrutura de capital de uma firma pode ser um poderoso instrumento de Governança Corporativa a ser utilizado pelos *shareholders*.

## 8. Referências Bibliográficas

ANG, J.S.; R.A. COLE; LIN, J.W., *Agency costs and ownership structure*, Journal of Finance, 5, pp81-106, 2000.

BEBCHUK, LUCIAN A., COHEN, ALMA AND FERRELL, ALLEN, *What Matters in Corporate Governance?* Review of Financial Studies, Vol. 22, No. 2, pp. 783-827, February 2009; Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper No. 491, 2004.

BEBCHUK, LUCIAN A. AND FRIED, JESSE M., *Executive Compensation as an Agency Problem*. Journal of Economic Perspectives, Vol. 17, pp. 71-92, 2003;

BERGER S., E. BANACCORSI DI PATTI, *Capital Structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the bank industry*, Journal of Banking & Finance, 30, pp1065-1102, 2006.

BREALEY, R., MYERS, S., ALLEN, F., *Principles of Corporate Finance*, McGraw Hill, 2011.

COASE, R. *The nature of the firm*. Economica, v. 4, n. 16, p. 386-405, 1937.

DAMODARAN, A., *Applied Corporate Finance*, John Wiley & Sons, 2005.

DEMARZO, P., M., FISHMAN, *Agency and Optimal Investment Dynamics*, The Review of Financial Studies, 20(1), pp151-188, 2007.

FAMA, E.; M.C JENSEN, *Separation of ownership and control*, Journal of Law and Economics, 26, pp301-325, 1983.

GROSSMAN, S.J.;O.HART, *Corporate financial structure and managerial incentives. The economics of information and uncertainty*, University of Chicago Press, pp128-146, 1982.

HARRIS, M.; A. RAVIV, *The Theory of Capital Structure*, Journal of Finance, 46, pp297-355, 1990.

JENSEN, M. C.; W. H. MECKLING, *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, Journal of Financial Economics, 3, pp305-60, 1976.

JENSEN, M. C., *Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers*. American Economics Review ,76, pp323-339, 1986.

LEHN, K., POULSEN, A, *Free cash flow and stockholder gains in going private transactions*, Journal of Finance 44, 771-789, 1989.

MODIGLIANI, F., M. MILLER, *The costs of capital, corporation finance and the theory of investment*, American Economic Review, 48, pp261-76, 1958.

PROWSE, D, *Institutional investment patterns and corporate financial behavior in the United States and Japan*. Journal of Financial Economics, 27, 43-66, 1990.

ROSS, S. A. *The economic theory of agency: the principal's problem*. The American Economic Review, v. 63, n. 2, Papers and Proceedings of the 85<sup>th</sup> ANNUAL MEETING OR THE AMERICAN ECONOMIC ASSOCIATION, p. 134-139, 1973.

Singh, M. and Davidson III, W. N. (2003) *Agency Costs, Ownership Structure and Corporate Governance Mechanisms*, Journal of Banking & Finance, 27, 793–816.

SHLEIFER, A., AND R. VISHNY, *'A Survey of Corporate Governance'*, Journal of Finance, 52, 737-83, 1997.

TITMAN, S.; S. TSYPLAKOV, *A dynamic model of optimal capital structure*, Working Paper, University of Texas, 2002.

TITMAN, S., *The effect of capital structure on a firm's liquidation decision*. Journal of Financial Economics 13, pp137-151, 1984.

WILLIAMS, J., *Perquisites, risk and capital structure*. Journal of Finance, 42, pp29-49, 1987.

ZHANG, H & LI, S, *'The Impact of Capital Structure on Agency Costs: Evidence from UK Public Companies'*, Proceedings of the 16th Annual Conference on Pacific Basin Finance Economics Accounting Management (PBFEM) Conference, QUT2008, 1-18, Brisbane, 16th Annual Conference on Pacific Basin Finance Economics Accounting Management (PBFEM) Conference, (Angela Fletcher Eds), 2008.