

**FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS
ESCOLA DE ECONOMIA DE SÃO PAULO**

TAINÁ COSTA ETZEL

**O EFEITO DE GESTORES EMPREENDEDORES NAS DECISÕES
RELACIONADAS A ESTRUTURA DE CAPITAL DE EMPRESAS BRASILEIRAS**

**SÃO PAULO
2012**

TAINÁ COSTA ETZEL

**O EFEITO DE GESTORES EMPREENDEDORES NAS DECISÕES
RELACIONADAS A ESTRUTURA DE CAPITAL DE EMPRESAS BRASILEIRAS**

Dissertação para a obtenção do título de Mestre em
Economia pela Escola de Economia de São Paulo da
Fundação Getúlio Vargas

Campo de Conhecimento: Finanças

Orientador: Prof. Dr. Samy Dana

SÃO PAULO
2012

Etzel, Tainá Costa

O efeito de gestores empreendedores nas decisões relacionadas a estrutura da capital de empresas brasileiras / Tainá Costa Etzel - 2012
47 f.

Orientador: Samy Dana.

Dissertação (MPFE) - Escola de Economia de São Paulo.

1. Empreendedorismo. 2. Empresas - Finanças. 3. Estrutura de capital. 4. Empresas - Estudo de casos - Brasil. 5. Administração financeira – Brasil. I. Dana, Samy. II. Dissertação (MPFE) - Escola de Economia de São Paulo. III. Título.

CDU 658.15(81)

TAINÁ COSTA ETZEL

**O EFEITO DE GESTORES EMPREENDEDORES NAS DECISÕES
RELACIONADAS A ESTRUTURA DE CAPITAL DE EMPRESAS BRASILEIRAS**

Dissertação para obtenção do título de Mestre em Economia
pela Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio
Vargas

Área de concentração: Finanças

Data da aprovação:

__/__/__

Banca Examinadora

Prof. Dr. Samy Dana (Orientador)
EESP - FGV

Prof. Dr. Ricardo Rochman
EESP - FGV

Prof. Dr. Claudio Vilar Furtado
EAESP - FGV

SÃO PAULO
2012

DEDICATÓRIA

A minha família, que muito contribuiu para que eu chegasse até aqui.

AGRADECIMENTO

Agradeço aos meus pais pela minha formação, educação e apoio incondicional. Agradeço aos amigos, família, irmã, e namorado que me apoiaram e mantiveram-se pacientes durante a jornada.

Agradeço também ao meu professor orientador, Professor Samy Dana, pelo auxílio e orientação durante o trabalho.

RESUMO

O presente trabalho busca analisar a relação entre a estrutura de capital e de seus fatores determinantes de empresas brasileiras com capital aberto. A hipótese da pesquisa é que fatores comportamentais do gestor afetem o endividamento das empresas. Foi utilizada uma amostra com 76 empresas no período de 1998 a 2010. Foi verificado se a presença de gestores empreendedores (gestores que fundaram uma empresa no passado) influencia na estrutura de capital das empresas. Os resultados econométricos confirmam a hipótese de que a presença de gestores empreendedores é um fator determinante na estrutura de capital. Tal relação pode ser analisada por investidores antes da decisão de alocação de recursos, reduzindo a assimetria de informação entre agentes e principal. Também se mostram relevantes fatores como a rentabilidade, o crescimento e a tangibilidade do ativo das empresas.

ABSTRACT

The aim of this paper is to analyze the relationship of the determinant factors of the capital structure of publicly held companies that operate in Brazil. The research hypothesis is that behavioral factors influence the manager and thereby affect a company's level of debt financing. The sample group consists of 76 companies, covering the period from 1998 to 2010. The presence of an entrepreneur manager (a manager that has founded a company in the past) was used to check the influence of entrepreneur managers in the company's capital structure. The econometric results confirm the hypothesis that the presence of an entrepreneur manager is a determinant factor of a company's capital structure. The results suggest that behavioral biases are meaningful factors regarding corporate decisions, reducing the asymmetric information between agents and principal. The following factors are also relevant to a company's capital structure: profitability, growth and tangibility of assets.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Comparativo entre teorias e modelos – Estrutura de Capital	18
Tabela 2 - Resumo das informações dos gestores.....	24
Tabela 3 - Variáveis dependentes.....	28
Tabela 4 – Estatística descritiva – variáveis dependentes	28
Tabela 5 - Variáveis independentes	30
Tabela 6 – Estatística descritiva- variáveis independentes.....	31
Tabela 7 – Resultado das Regressões – Endividamento a mercado (continua)	33
Tabela 8 - Resultado das Regressões – Endividamento contábil (continua).....	35
Tabela 9 – Resultados das regressões (GMM) – características pessoais	37
Tabela 10 – Lista de Empresas.....	42
Tabela 11 – Estatísticas descritivas.....	43
Tabela 12 – Resultados Regressões – Presidente do Conselho (endividamento a mercado) ...	44
Tabela 13 - Resultados Regressões – Presidente do Conselho (endividamento contábil)	45
Tabela 14 - Resultados Regressões – Diretor Presidente (endividamento a mercado).....	46
Tabela 15 - Resultados Regressões – Diretor Presidente (endividamento contábil)	47

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Linha do Tempo – Estrutura de Capital no Brasil e no mundo.	16
--	----

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	11
1. REFERENCIAL TEÓRICO	13
1.1. Estrutura de Capital.....	13
1.2. Otimismo, excesso de confiança e empreendedorismo	19
1.3. O “Efeito – Fundadores” - Fundadores de Empresas que atuam como gestores ...	21
2. AMOSTRA, ANÁLISE EMPÍRICA E VARIÁVEIS	23
2.1. Amostra.....	23
2.2. Análise empírica.....	24
2.3. Variáveis e Estatística Descritiva.....	27
3. RESULTADOS EMPÍRICOS	31
4. CONCLUSÃO	38
REFERÊNCIAS	39
APÊNDICE A – EMPRESAS.....	42
APÊNDICE B – ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS.....	43
APÊNDICE C – RESULTADOS REGRESSÕES	44

INTRODUÇÃO

Os fatores que determinam a estrutura de capital são estudados por pesquisadores em diversos países. Em 1958, Modigliani e Miller apontaram que as decisões corporativas em relação à estrutura de capital não influenciam o valor de mercado das empresas, tal resultado foi baseado em hipóteses que simplificam o cenário enfrentado pelas firmas. Desde então, a estrutura de capital passou a ser o foco de pesquisas com a finalidade de investigar quais são os principais fatores para a sua determinação.

O presente estudo buscou, primeiramente, fazer uma contextualização em relação aos trabalhos referentes à estrutura de capital das empresas e seus principais fatores determinantes. A inserção de questões como conflitos e agência (JENSEN; MECKLING, 1976) e o benefício fiscal da dívida (MODIGLIANI; MILLER, 1963) no cenário de uma empresa gera novas discussões e teorias como a do *trade-off*, em que a empresa busca um nível ótimo de endividamento. Em 1984, um estudo de Myers argumenta que existe uma ordem de preferência entre os recursos disponíveis na captação e, com a inserção da questão de assimetria de informação, foi desenvolvida a teoria de *pecking order*. À medida que teorias foram sendo desenvolvidas, estudos empíricos passaram a buscar fatores determinantes e evidências encontradas nos dados das empresas, como em Titman e Wessels (1988), Rajan e Zingales (1995) e Gomes e Leal (2001), entre outros.

Sob este contexto, o presente trabalho tem como finalidade estudar os fatores que determinam as decisões corporativas em relação ao endividamento total das empresas adicionando uma variável independente nos estudos tradicionalmente realizados. Será verificado se características pessoais de um gestor (diretor-presidente e/ou presidente do conselho) são um fator determinante do nível de endividamento das empresas brasileiras. Na maior parte dos estudos considera-se que os gestores são agentes racionais, de modo que suas decisões não são influenciadas por características pessoais.

São apresentados aspectos relacionados ao comportamento de gestores e o modo como a questão comportamental influencia o processo de tomada de decisão em um ambiente corporativo. A presença de gestores em cargos da alta administração explica parte da heterogeneidade encontrada nas decisões financeiras de grandes corporações (BERTRAND; SCHOAR, 2003).

Feita a contextualização em relação à estrutura de capital e a questões comportamentais dos gestores, foram expostas, no segundo capítulo, as características da amostra, metodologia e descrição das variáveis. A amostra é composta por 76 empresas brasileiras com capital aberto entre 1998 e 2010 e os modelos foram estimados através do método dos momentos generalizados, efeitos fixos e efeitos aleatórios. As variáveis dependentes são o endividamento a mercado e o endividamento contábil; para captar o viés comportamental dos gestores foram inseridas duas variáveis *dummies*. A primeira informa se gestores são fundadores e/ou herdeiros da empresa e a segunda, se o gestor é empreendedor ou não. Os gestores considerados são diretores-presidentes e presidentes do conselho; para a verificação dos resultados, as especificações das equações consideram a influência conjunta do diretor-presidente e presidente do conselho, a influência apenas do primeiro e também a influência apenas do segundo.

No terceiro capítulo são expostos os resultados empíricos da pesquisa. Os coeficientes das variáveis independentes comportamentais confirmam que gestores empreendedores influenciam positivamente o endividamento das empresas analisadas. O nível de endividamento é maior para empresas que são geridas por fundadores e/ou herdeiros, *ceteris paribus*. A presença de um gestor empreendedor (que não seja fundador ou herdeiro) também faz com que a empresa possua um nível de endividamento maior, *ceteris paribus*. Todavia verifica-se que, quando o apenas o viés comportamental do diretor-presidente é analisado, as *dummies* comportamentais passam a ser não significativas. O quarto capítulo as conclusões finais são apresentadas assim como as considerações a serem feitas para próximos trabalhos.

1. REFERENCIAL TEÓRICO

1.1. Estrutura de Capital

A literatura desenvolvida ao longo dos anos em relação à estrutura de capital das empresas tem como objetivo determinar quais fatores são responsáveis pela escolha de endividamento e se existe um nível ótimo de endividamento a ser atingido pelas firmas.

Para Modigliani e Miller (1958) as decisões em relação à estrutura de capital, relacionadas a políticas de endividamento, que a empresa toma não afetam o seu valor de mercado, considerando um mercado de capitais eficiente e com incertezas. Para tal conclusão, a definição de custo de capital e a conjectura de investimentos baseiam-se na maximização do valor de mercado da firma. A determinação do valor da empresa não dependerá da maneira como essa firma se financia, ou seja, a capacidade de gerar receitas (ativo) não será afetada por suas dívidas (passivo). Porém um aumento na alavancagem financeira aumenta tanto o custo de endividamento quanto o custo do capital acionário, de forma que os efeitos serão nulos. Isso se deve à redução de capital acionário, que possui um maior custo, em prol de uma elevação de dívidas com custos menores, a qual irá implicar um resultado compensatório.

Em 1963, Modigliani e Miller mostram que o benefício fiscal pode afetar o custo de capital da empresa. Isso se deve ao fato de que existe uma economia fiscal quando se aumenta a quantidade da dívida, uma vez que impostos serão cobrados somente sobre o lucro da empresa. Essas vantagens fiscais são recursos valiosos para os acionistas, uma vez que irão afetar diretamente o valor de mercado da empresa.

Em um mercado de capitais não eficiente os gestores enfrentarão situações em poderão buscar diversas combinações entre dívidas e capital social de modo a maximizar o valor de mercado da empresa. Na prática, as empresas não adquirem dívidas com taxas livre de risco, o mercado de crédito é um mercado finito e há custos de transação. Estabeleceu-se uma nova teoria, denominada de teoria de *trade-off*, na qual políticas de endividamento variam entre as firmas ou até mesmo na mesma firma em épocas diferentes. De acordo com essa teoria, existe uma alocação ótima entre o nível de dívida e utilização de recursos próprios em investimentos. Isso ocorre porque o aumento da dívida resulta em uma economia fiscal, mas também em um

maior custo em situações de crises financeiras, ou seja, quanto maior o nível de alavancagem da empresa, maior será o custo de falência que enfrentará.

A empresa enfrentará custos de agência, os quais emergem da relação entre principal e agente, que é descrita como “[...] a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent.” (JENSEN; MECKLING, 1976, p.5).

Os conflitos de agência podem envolver administradores e acionistas ou administradores e credores. Observa-se que nem sempre o agente procederá de acordo com os interesses do principal, dada a suposição de que tanto principal (acionistas e credores) quanto agente (administradores) buscam a maximização da utilidade. Os custos principais gerados em decorrência de conflitos de agência podem ser divididos entre custos da monitoração das ações/despesas dos administradores; custos com a estruturação e sofisticação de contratos entre agentes e principais, e perdas residuais que são geradas por divergências entre a decisão que maximiza a utilidade do principal e a que efetivamente o agente adota (JENSEN; MECKLING, 1976).

DeAngelo e Masulis (1980) incluíram também na análise custos de falência. Tais custos podem ser diretos (administrativos e com advogados e advocatícios) e indiretos (redução da receita por conta da deterioração da relação com o cliente), sendo a mensuração considerada mais complexa no segundo tipo de custo. A razão entre dívida e capital social, todavia, varia de acordo com as características das empresas em relação a sua composição de custos fixos e variáveis. Empresas com um maior risco específico de negócio terão uma maior exposição a situações de falência; essas empresas possuem usualmente menor capacidade de endividamento.

Em contraste com a teoria de *trade-off*, a teoria de *pecking order* tem como base a assimetria de informação entre gestores da empresa e investidores externos e credores (MYERS; MAJLUF, 1984). De acordo com tal teoria, os gestores da empresa seguem uma ordem de preferência da captação de recursos devido ao acesso díspar a informação. Administradores sabem o que ocorre dentro da empresa, enquanto o mercado não tem acesso às mesmas informações. Gestores que seguem o *pecking order* não buscarão um nível ótimo de

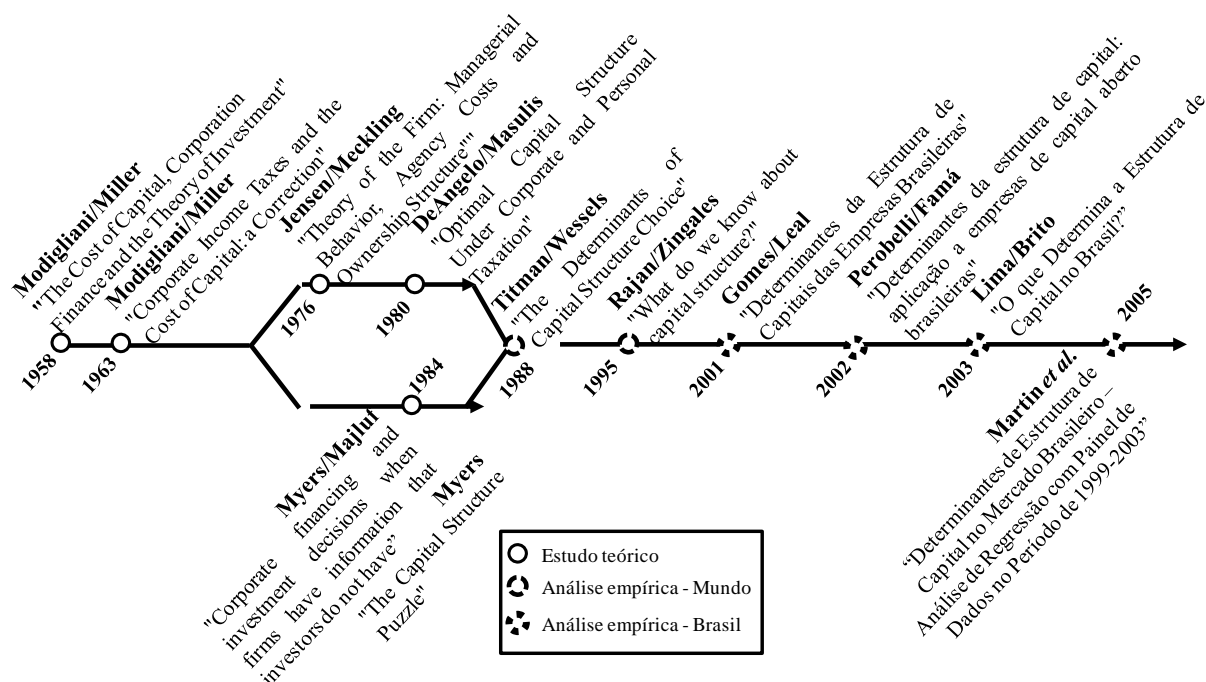
endividamento para a empresa, mas procurarão adaptar a proporção de dívidas de acordo com as oportunidades de investimentos (MYERS; MAJLUF, 1984).

Na escolha da alocação, investidores irão se basear nas decisões tomadas pelos administradores relacionadas à estrutura de capital para interpretar a conjuntura da firma. Para tanto, a teoria de *pecking order* aponta que a hierarquização das fontes de financiamentos ocorrerá da seguinte forma: os recursos gerados internamente serão os primeiros da ordem de preferência dos gestores, pois sobre eles não incorrem custos de transação; seguido de emissão de novas dívidas; e por último a emissão de novas ações, que sinaliza ao mercado que a empresa já está no limite da capacidade de endividamento. Como administradores possuem mais informação referente à empresa do que o restante do mercado, a emissão de novas ações sinaliza aos investidores que estão supervalorizadas, gerando uma queda de seu preço na sequência. A ordem de preferência da captação de recursos minimiza os custos da assimetria de informação e o nível de endividamento dependerá do fluxo de caixa disponível (MYERS; MAJLUF, 1984).

Entretanto Myers (1984) ressalta que a hierarquização das fontes de financiamento pode ser rejeitada nos casos em que todos os detalhes tenham de ser explicados, mas, quando analisada de forma genérica, as empresas seguem a ordem de financiamento.

A figura a seguir apresenta, resumidamente, a linha do tempo dos alguns estudos referentes à estrutura de capital de empresas:

Figura 1: Linha do Tempo – Estrutura de Capital no Brasil e no mundo



Fonte: elaboração própria

Rajan e Zingales (1995) analisaram empresas de países pertencentes ao G-7¹ (Estados Unidos, Canadá, França, Itália, Alemanha, Japão e Reino Unido), evidenciando quatro dos principais fatores que determinam a estrutura de capital: tamanho da empresa, tangibilidade dos ativos, rentabilidade e oportunidades de investimento.

O tamanho da empresa mostra-se positivamente correlacionado à sua capacidade de endividamento, pois empresas grandes possuem maior capacidade se comparadas às aquelas de menor porte. O tamanho da empresa pode ser uma *proxy* inversa para a probabilidade de falência. Quanto maior for a empresa, maior será a facilidade na resolução de questões relacionadas à assimetria de informação, menor será o custo na captação recursos externos e mais diversificados serão seus investimentos, justificando a redução da probabilidade de falência (TITMAN; WESSELS, 1988).

Empresas com um maior número de ativos tangíveis que podem ser usados como colaterais nos empréstimos possuem uma capacidade de endividamento maior, pois os ativos fixos

¹ O G-7 é um grupo formado por sete países industrializados e com economias grandes, o grupo não inclui nenhum país em desenvolvimento.

servem como garantia dos empréstimos, possibilitando a redução do custo da dívida. Para Myers e Majluf (1984) o uso de colateral na aquisição de uma dívida reduz a assimetria de informação entre credores e administradores e, por essa razão, espera-se que firmas que possuam mais ativos emitam mais dívidas. Titman e Wessels (1988) argumentam, no entanto, que a relação entre endividamento e ativos colaterais será inversa. Empresas com menos ativos que podem ser usados como garantias possuem custos elevados devido à relação de agência e escolherão níveis de dívidas mais altos.

A rentabilidade das operações da firma é inversamente proporcional à alavancagem financeira, o que contraria a teoria de *trade-off*; à medida que a rentabilidade aumenta, a razão entre dívida e ativo total tende a diminuir. A emissão ou captação de uma dívida se faz menos necessária quando há uma maior retenção do lucro. Rajan e Zingales (1995) apontam que a relação negativa entre rentabilidade e alavancagem financeira torna-se mais forte quanto maior for o tamanho da empresa. Myers e Majluf (1984), no entanto, argumentam que empresas mais rentáveis possuem um menor risco de falência, suscitando custos menores na captação de dívidas.

Estudos empíricos feitos com empresas brasileiras com capital aberto no mercado acionário realizado por Gomes e Leal (2001) com um modelo *cross section* entre 144 empresas, obtiveram, entre os principais resultados, correlação positiva entre endividamento e tangibilidade dos ativos, e uma correlação negativa entre endividamento e as variáveis de rentabilidade e crescimento.

Perobelli e Famá (2002) replicaram o modelo estimado por Titman e Wessels (1988) com o objetivo de verificar quais são os fatores determinantes para a estrutura de capital através de uma análise fatorial aplicando o modelo para empresas brasileiras. No curto prazo, o grau de endividamento mostrou-se negativamente correlacionado com o tamanho e a lucratividade das empresas. Para o Brasil, constatou-se que empresas menores, quando comparadas com as de maior porte, são mais propensas ao endividamento de curto prazo. As maiores captam recursos mais facilmente, uma vez que têm maior acesso ao mercado e possuem taxas mais atraentes disponíveis.

Lima e Brito (2003) inseriram na análise uma variável explicativa com o tipo de controle acionário que as empresas possuem. Empresas com controle privado nacional, em média,

possuem um nível de endividamento de curto prazo maior do que aquelas com controle estatal. No entanto o oposto acontece para as dívidas de longo prazo: empresas com controle público possuem, em média, um nível mais elevado de dívidas de longo prazo quando comparadas com as de controle privado nacional. Martin *et al.* inseriram uma variável independente para verificar o a influencia do índice de liquidez corrente, que se mostrou é negativamente correlacionado com o endividamento.

A tabela a seguir sumariza alguns estudos sobre estrutura de capital com informações referentes ao país de estudo, período de análise, fatores determinantes, metodologia utilizada e resultados encontrados:

Tabela 1 - Comparativo entre teorias e modelos – Estrutura de Capital

Autores	Título	País	Dados	Principais resultados
Titman & Wessels (1988)	<i>"The Determinants of Capital Structure Choice"</i>	Estados Unidos da América	1974 - 1982 (Análise Fatorial / <i>Cross-Section</i>)	Singularidade e lucratividade foram os principais fatores determinantes do endividamento, estudo foi realizado para dívidas de curto e longo prazo e dívidas totais.
Rajan & Zingales (1995)	<i>"What do we know about capital structure?"</i>	G7	1991 (Regressões <i>Cross-Section</i>)	Utilizando como variável dependente o endividamento contábil e a mercado, o estudo indica como principais fatores determinantes: tangibilidade, fatores de crescimento, tamanho e rentabilidade
Gomes & Leal (2001)	<i>"Determinantes da Estrutura de Capital das Empresas Brasileiras com Ações negociadas em Bolsa de valores"</i>	Brasil	1995 - 1997 (Regressões <i>Cross-Section</i>)	Rentabilidade, oportunidades de crescimento e tangibilidade foram os fatores de maior influência no endividamento das empresas brasileiras
Perobelli & Famá (2002)	<i>"Determinantes da Estrutura de Capital: Aplicação a Empresas de Capital Aberto Brasileiras"</i>	Brasil	1995 - 2000 (Análise Fatorial / <i>Cross-Section</i>)	Identificaram que os principais determinantes do endividamento são: tamanho da empresa, rentabilidade e crescimento.
Lima & Brito (2003)	<i>"O que Determina a Estrutura de Capital no Brasil?"</i>	Brasil	1995 - 2001 (Fama e Macbeth)	Identificam que o tipo de controle acionário influencia no nível de endividamento, empresas de controle público são menos endividadas que as de controle estrangeiro. Enquanto que empresas controladas por capital privado é a mais endividada.
Martin <i>et al</i> (2005)	<i>"Determinantes da estrutura de capital no mercado brasileiro: análise com regressão com painel de dados no período de 1999-2003"</i>	Brasil	1999 - 2003 (Painel Dinâmico)	Identificaram relações do endividamento da empresa e as teorias de <i>trade-off</i> e <i>pecking order</i> . Evidenciaram a velocidade do ajuste da estrutura de capital assim como na teoria de <i>trade off</i> .

Fonte: a autora

1.2. Otimismo, excesso de confiança e empreendedorismo

A maior parte dos estudos relacionados à estrutura de capital adota a hipótese de que gestores e administradores são racionais. No entanto, uma crescente vertente da literatura começa a relacionar decisões corporativas com determinadas características pessoais dos gestores, com o objetivo de demonstrar que indivíduos, sejam eles investidores ou gestores, são influenciados por características pessoais no processo de tomada de decisão. Neste contexto, observa-se que:

Although modern finance typically makes predictions about market outcomes and the behavior of firms, there is an underlying set of assumptions about individual behavior that are used to derive these predictions. Specially, people are said to be risk averse, expected utility maximizers and unbiased Bayesian forecasters. In other words, agents make rational choices based on rational expectations. This set of assumptions can be criticized on two counts: 1. Some assumptions are false, e.g., people violate the substitution axiom of expected utility theory; 2. The set is incomplete. That is, the theory has little to say about important aspects of economic behavior such as the role of social norms. Thus, to make progress, one needs to better characterize in the usual domains of finance theory (e.g. portfolio selection) and to enrich the theory to incorporate new domains upon which finance has been silent. (DEBONT; THALER, 1995).

O processo de tomada de decisão em questões estratégicas é explicado por variações nas organizações, ambientais e por fatores gerenciais (PAPADAKIS; LIOUKAS; CHAMBERS, 1998). Um estímulo externo ou até mesmo interno é muitas vezes interpretado de maneira diferente por gestores distintos entre organizações (DEAN; SHARFMAN, 1993).

Para Svenson (1981) indivíduos tendem a superestimar suas capacidades quando comparados com outros. Esse é o efeito conhecido na Psicologia como “melhor que a média”: indivíduos acreditam que seu poder preditivo é maior do que a média dos outros. Há um viés na percepção das pessoas em relação às suas habilidades quando comparadas com outras; assim tendem a crer que suas habilidades em atividades arriscadas são superiores à média das habilidades dos outros agentes. A pesquisa de Svenson (1981) com motoristas indicou que 90% deles acreditam que são mais habilidosos e mais seguros quando comparados com a média.

Agentes são mais confiantes em relação às suas próprias habilidades quando comparadas com a média no processo de tomada de decisão no ambiente econômico também. Indivíduos

otimistas preferem que incentivos salariais sejam baseados no desempenho; de acordo com os estudos de Camerer e Lovo (1999) os otimistas tendem a escolher contratos mais arriscados (remunerações variáveis) quando a situação possui um alto risco.

Segundo Malmendier e Tate (2002) o viés comportamental influencia as decisões de investimentos, gestores excessivamente confiantes superestimam consistentemente o retorno de investimentos realizados nos projetos escolhidos. O estudo foi baseado na carteira de ações e opções que os gestores possuem; os excessivamente confiantes são aqueles que estão expostos ao risco específico das companhias em que trabalham, mantendo a opção da empresa (recebida como uma compensação) até a sua data de expiração. Demonstra-se, assim, que, ainda que não existisse assimetria de informação, a decisão tomada por um gestor excessivamente confiante em relação aos investimentos seria insatisfatória. A superestimação do retorno de projetos faz com que, quando há caixa suficiente disponível, gestores excessivamente confiantes invistam mais do que necessário no projeto escolhido. Empiricamente, Malmendier, Tate e Yan (2006) mostram evidências de que firmas serão mais alavancadas quanto maior o tempo que gestores com viés de confiança permanecerem no cargo de diretor presidente.

Seguindo este preceito, Ben-David, Graham e Harvey (2008) utilizam a falta de calibre de diretores financeiros em relação a predições futuras de retornos de ações para verificar o efeito do excesso de confiança em relação a políticas corporativas financeiras. Constatou-se que empresas com diretores financeiros excessivamente confiantes utilizam-se de taxas de descontos mais baixas para o cálculo de fluxos de caixa. Assim como descrito em Malmendier e Tate (2002) com relação aos diretores presidentes, diretores financeiros com viés comportamental também irão investir mais do que o necessário nos projetos escolhidos.

Assim como Shane e Venkataraman (2000), o presente trabalho defende que empreendedores são agentes que identificam oportunidades e começam um novo negócio de modo a explorá-las. e, neste contexto, entende-se que é importante verificar se gestores empreendedores influenciam o endividamento das empresas geridas. Ademais, de acordo com Busenitz e Barney (1997) agentes empreendedores são mais confiantes quando comparados com gestores de grandes empresas que não o são, porque aqueles são mais propensos a vieses na tomada de decisão em relação a gerentes de grandes firmas.

Além do excesso de confiança, há também o viés conhecido como “ilusão de controle”, na qual a percepção de um agente tende a ser menos realista que o desejado (TAYLOR; BROWN, 1988). Para Meza e Southey (1996) as convicções de sucesso de um empreendedor no momento de abertura de um novo negócio se baseiam em pouca e/ou nenhuma evidência empírica, acreditando que o êxito depende principalmente de suas habilidades como empreendedor.

1.3. O “Efeito – Fundadores” - Fundadores de Empresas que atuam como gestores

Investidores buscam empresas que maximizam o valor de mercado da firma. Sob este ponto de vista, empresas familiares e de capital aberto que são gerenciadas e administradas por seus fundadores passaram a ser objeto de estudos na área de finanças. A discussão é relevante para investidores a partir do momento em que as características de gestores influenciem no seu processo decisório; para funcionários, o interesse nesse tipo de questão vem do fato de que gestores influenciam salários e bonificações, podendo estar atrelados ao desempenho da empresa (NARAYANAN, *et al*; 2000).

Neste contexto, o estudo realizado com grandes empresas americanas com capital aberto por Rüdiger Fahlenbrach expõe a seguinte questão:

Founder-CEOs differ from successor-CEOs in several aspects. Founder CEOs are less likely to be removed from office than other CEOs. Founder-CEOs often consider their firm as their life's achievement. This intrinsic motivation and long-term approach encourages founder-CEOs to pursue the optimal shareholder-value maximizing strategy instead of concentrating on short-term actions or instead of enjoying the quiet life." Founder-CEOs may have more organization-specific skills. Thanks to their equity stake and their entrepreneur status, founder-CEOs are likely to have more influence and decision-making power. The considerable equity stakes founders hold can potentially reduce the principal-agent problem. (FAHLENBRACH, 2007).

Ademais, Fahlenbrach (2007) discute o comportamento de variáveis do investimento das firmas expondo que os investimentos em Pesquisa e Desenvolvimento (P&D) e em aquisição de imobilizado são maiores para firmas nas quais seus fundadores atuam como diretores-presidentes, 22% e 38% superiores respectivamente.

De acordo com Villalonga e Amit (2006) os três pilares a serem analisados em firmas familiares são propriedade, controle e gestão. O direito de propriedade concentrado nas mãos

de poucos (família) gera um valor adicional para a empresa quando o fundador está nos cargos de diretor-presidente ou ainda possui cadeira no conselho administrativo. A gestão familiar reduzirá o valor em situações em que herdeiros de primeira geração passam a ser gestores das empresas. Verifica-se também que a combinação de direito de propriedade e o excesso de controle geram uma redução de valor para a empresa, pois haverá um custo elevado em mecanismos de controle interno.

Além de ocorrer em grandes corporações, o chamado “efeito-fundador” também é verificado em empresas familiares americanas, indicando que firmas geridas por seus fundadores são mais lucrativas em média. As empresas familiares também se mostraram, em média, mais lucrativas do que grandes corporações mesmo quando não são geridas pelos seus fundadores, beneficiando, assim, investidores (SRAER, THESMAR; 2007).

Adams, Almeida e Ferreira (2009) estimam a relação entre o desempenho operacional de empresas que possuem o fundador atuando como diretor presidente. Em média, gestores fundadores melhoram o desempenho das firmas americanas em relação às variáveis operacionais. Além disso, diferentemente do que ocorre quando gestores não são fundadores, o estudo mostrou o favorecimento entre sucessões quando gestores fundadores deixam a empresa, porque eles tendem a sair em momentos de bom desempenho da firma.

Diferentemente de Villalonga e Amit (2006), Anderson e Reeb (2003) indicam que gestores fundadores e herdeiros (não somente fundadores) permanecem em um mesmo cargo por mais tempo que gestores profissionais. Sob esse ponto de vista, gestores fundadores e herdeiros possuem uma maior disposição para investimentos em projetos de longo prazo com um valor presente líquido maior que zero. Novamente a questão entre agente e principal emerge; administradores profissionais nem sempre trabalharão em prol da maximização do valor da empresa e, conseqüentemente, o benefício do investidor.

Em contrapartida, Morck, Shleifer e Vishny (1988) argumentam que, quando um único agente possui grande parte do capital social de uma empresa, tal agente pode não escolher a opção que maximize a utilidade de investidores. Isso ocorrerá quando, por exemplo, um único agente tem a direito a votos suficientes que o fariam ter direito à escolha do seu salário, ou ainda, a possibilidade de garantir a continuidade no mesmo cargo por um longo período de tempo.

2. AMOSTRA, ANÁLISE EMPÍRICA E VARIÁVEIS

2.1. Amostra

Foram utilizados, para o estudo, dados retirados do banco de dados Economática® no período de 1998 a 2010. O Economática® possui informações de todas as ações que são negociadas no mercado brasileiro. A amostra selecionada reúne as ações que pertencem ao IBr-X 100 por ser um índice que indica empresas com capital aberto liquidas. Empresas do setor financeiro, seguradores e holdings foram excluídos devido à natureza do negócio; tais empresas são naturalmente alavancadas e poderiam afetar o resultado do modelo (RAJAN; ZINGALES, 1995). Após as filtrações, foram selecionadas 76 empresas² com até 13 anos de informação e 660 observações totais.

Os dados referentes aos diretores-presidentes e presidentes de conselho foram extraídos do sistema da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) chamado de Divext³. O sistema Divext é alimentado por informações disponibilizadas pelas próprias empresas. O relatório IAN referente às Informações Anuais possui dados e currículos dos administradores da empresa. Quando esses dados não foram suficientes para a análise, realizou-se uma busca na internet pelos dados faltantes.

Os dados coletados mostram que gestores que são fundadores, herdeiros ou empreendedores representam 35% da amostra. Os homens representam 97% do total e a idade média entre os gestores é de sessenta e um anos. A maior parte da amostra possui formação na área de Finanças ou obteve um diploma em Engenharia, 14% são graduados em outras formações e 3% não possuem diploma de segundo grau. Dos gestores, 48% possuem pós-graduação em universidades estrangeiras, 27% dos gestores possuem pós-graduação em universidades brasileiras e 25% não são pós-graduados.

A Tabela 2 apresenta informações relevantes referentes ao currículo dos diretores-presidentes e presidentes de conselhos das empresas.

² As empresas foram listadas no Apêndice A.

³ Sistema de Divulgação Externa para a consulta de dados de empresas listadas na BOVESPA enviadas à CVM.

Os gestores foram divididos entre fundadores, herdeiros, empreendedores e nenhuma das opções. Para empreendedores, consideraram-se aqueles que fundaram alguma organização e que não são fundadores ou herdeiros das empresas analisadas.

Tabela 2 - Resumo das informações dos gestores

Características		Tipo de Gestor					
		Fundador	Herdeiro	Empreendedor	Nenhum	Total %	Quantidade
Gênero	Homens	100%	92%	100%	96%	97%	406
	Mulheres	0%	8%	0%	4%	3%	14
Idade Média		66	60	60	61	61	420
Formação	Finanças	30%	41%	62%	37%	40%	167
	Engenharia	30%	51%	23%	48%	43%	180
	Outras graduações	27%	5%	8%	14%	14%	60
	Nenhuma	13%	3%	8%	0%	3%	13
Pós Graduação	Brasil	7%	14%	14%	35%	27%	111
	Exterior	35%	53%	48%	50%	48%	197
	Não Possui	57%	33%	38%	15%	25%	104
Percentual Total		13%	9%	12%	65%	100%	
Quantidade total		56	37	52	275	420	

Fonte: a autora

2.2. Análise empírica

A estrutura de capital das empresas é um tema recorrente entre trabalhos acadêmicos de finanças. O presente estudo tem como objetivo analisar se a presença de fundadores, herdeiros e empreendedores como diretores-presidentes ou como presidentes do conselho de administração influenciam o endividamento das empresas. Nesse caso verifica-se se a presença de variáveis referentes a questões comportamentais dos administradores e gestores é relevante na estimação da variável dependente.

Neste contexto, foram utilizados dados em painel não balanceado, permitindo análise da dinâmica de cada empresa individualmente. As observações são conferidas tanto em relação ao tempo quanto em relação ao espaço. A utilização de painel permite a construção de modelos quando há presença de variáveis não observadas, possibilitado ainda a avaliação das variáveis observáveis ao longo do tempo (WOOLDRIDGE, 2002), além de certificar as propriedades assintóticas dos estimadores.

Para dados relacionados a finanças corporativas devem-se controlar determinados problemas que são comuns em estudos realizados com dados em painel, como a endogeneidade da variável explicativa. Wooldridge (2002, p. 50) atribui a questão de endogeneidade da variável explicativa a três principais motivos: omissão de variáveis, erros de mensuração das variáveis e simultaneidade. Quando a correlação entre a variável explicativa x_j e o erro ε_{it} é diferente de zero ($Cov(x_j, \varepsilon_{it}) \neq 0$), então a variável x_j é considerada endógena.

A omissão de uma variável independente no modelo é ocasionada caso alguma variável não observada seja deixada de lado no modelo. A omissão de uma variável que poderia ser correlacionada tanto com a variável dependente quanto com as independentes gera um viés na estimação dos parâmetros, fazendo com que a independente seja correlacionada com o erro. Uma solução seria o uso de variáveis instrumentais (WOOLDRIDGE 2002, p. 61). Para Barros *et al.* (2010), em relação aos estudos na área de finanças corporativas, observa-se que muitas vezes não é possível mensurar essas variáveis.

Os erros de mensuração das variáveis ocorrem quando o seu valor real não corresponde ao observado na amostra. O erro em x_j irá acarretar um erro de mensuração também em ε_{it} . Erros de mensuração podem ser observados tanto em variáveis independentes quanto em dependentes. E diferentemente da situação de omissão de variáveis, nesse caso é possível mensurar a variável em questão; no entanto essa mensuração de algum modo apresenta-se equivocada. Wooldridge (2002, p.71) argumenta que erros de mensuração na variável dependente não gerarão viés no parâmetro estimado. Isso se deve ao fato de que a medida da variável explicada (com erro) é independente das variáveis explicativas e o erro do modelo será não correlacionado com as variáveis explicativas. Quando o erro de mensuração está na variável explicativa, os parâmetros estimados passam a ficar comprometidos. Para que a estimação seja eficiente, a variável explicativa deve ser não correlacionada com os erros do modelo e adicionalmente a essa premissa, nesse caso, os erros de mensuração também devem ser não correlacionados com as variáveis explicativas (WOOLDRIDGE, 2002 p. 73).

Outra fonte de endogeneidade é a simultaneidade em relação à determinação das variáveis independentes e dependentes. Uma ou mais variáveis independentes são parcialmente determinadas pela variável dependente. Nesse caso os parâmetros estimados serão considerados viesados e inconsistentes.

Sob este cenário, faz-se necessária a busca de uma metodologia que considere a endogeneidade das variáveis, trate da questão da heterogeneidade não observada de dados em painel⁴ e a possível heteroscedasticidade dos erros do modelo.

O uso de variáveis instrumentais em uma equação em que $Cov(x_j, \varepsilon_{it}) \neq 0$ torna a estimação dos parâmetros consistente. Quando a variável x_j é endógena, o uso de variáveis instrumentais permite que os parâmetros estimados sejam consistentes. Para tanto, as variáveis instrumentais devem ser não correlacionadas com o termo do erro (devem ser exógenas), ou seja, $Cov(z_j, \varepsilon_{it}) = 0$. Concomitantemente, a variável instrumental (z_j) deve ser parcialmente correlacionada com a variável explicativa (x_j) endógena.

Como existe a suspeita de dados endógenos a estimação será realizada como propostas por Hansen (1982), através do método generalizado dos momentos (*generalized method of moments* - GMM). O método é uma generalização do método dos momentos, não havendo necessidade de propor uma distribuição para a estimação dos dados. O uso de GMM permite que hipóteses como a de autocorrelação e heterocedasticidade sejam afrouxadas. Na presença desses dois fatores, a estimação através do GMM torna-se mais eficiente. Serão estimados também regressões para a verificação de efeitos fixos e efeitos aleatórios no painel de dados.

No estudo proposto previamente por Barros e da Silveira (2008) a principal finalidade foi verificar se gestores excessivamente confiantes influenciam o endividamento das empresas. Barros e da Silveira (2008) apontaram que, quando empresas são geridas por administradores empreendedores, considerados fundadores e herdeiros, o endividamento será mais elevado quando comparado com o de empresas em que os gestores não fundaram/herdaram a firma, com informações de 1998 até 2003. No presente estudo, será testado o efeito de gestores empreendedores, sejam eles fundadores ou herdeiros assim como Barros e da Silveira (2008) na estrutura de capital das empresas brasileiras. Além dessa hipótese, foi adicionada também a hipótese de que gestores empreendedores, que já tenham fundado anteriormente uma empresa, influenciam na estrutura de capital das empresas que administram. As hipóteses são:

⁴ Como ressaltado no estudo de Barros *et al* (2010), a heterogeneidade não observada é encontrada em dados de finanças corporativas, por exemplo, características da cultura empresarial e a habilidade intelectual do capital humano das firmas.

H_{0,1}: Gestores de empresas, fundadores ou herdeiros, não afetam o endividamento das empresas.

H_{1,1}: Existe relação entre gestores de empresas, fundadores ou herdeiros, e o endividamento das mesmas.

H_{0,2}: Gestores empreendedores de empresas não afetam o endividamento das empresas.

H_{1,2}: Existe relação entre gestores empreendedores de empresas e o endividamento das mesmas.

A equação a seguir indica o modelo proposto pelo estudo:

$$Y_{it} = \beta' x_{it} + \eta_i + \gamma_t + v_{it} \quad (1)$$

para

$t = 1, 2, \dots T$; T é o número de anos da amostra; e $i=1, 2, \dots N$; N é o número de empresas da amostra.

onde Y_{it} é a variável dependente do endividamento corrente da empresa i no ano t . x_{it} é um vetor linha composto por todas as variáveis independentes do modelo incluindo as variáveis que são o objeto desse estudo: variáveis independentes com a informação do tipo de gestor (fundador, herdeiro ou empreendedor), η_i heterogeneidade não observada, γ_t são os efeitos fixos no tempo e v_{it} são choques aleatórios.

Assume-se que $E(v_{it}) = E(v_{it}, v_{is}) = 0$ para $t \neq s$, ou a não existência de correlação serial podendo ou não haver independência temporal. Nota-se que se η_i não variar, então o modelo a ser estimado é o de efeitos fixos, caso contrário, quando η_i varia ao longo do tempo e das empresas, o modelo estimado deverá ser o de efeitos aleatórios.

2.3. Variáveis e Estatística Descritiva

Com objetivo de identificar quais são os fatores determinantes para a estrutura de capital e qual a influência de administradores empreendedores considerados excessivamente confiantes sobre este resultado, as variáveis dependentes que serão utilizadas como *proxies* do endividamento na estimação são descritas na Tabela 3.

Tabela 3 - Variáveis dependentes

Variável	Definição Operacional	Estudos de Referência
Endividamento a mercado	Dívidas totais / Ativos totais a mercado	Rajan & Zingales; Gomes & Leal; Lima & Brito; e Martin <i>et al.</i>
Endividamento contábil	Dívidas totais / Ativo Contábil	Rajan & Zingales; Gomes & Leal; Lima & Brito; e Martin <i>et al.</i>

Fonte: a autora.

Duas *proxies* serão usadas como variável dependente na estimação do modelo econométrico, Fama e French (2002) destacam que as estimativas dos parâmetros podem ser diferentes entre endividamento a mercado e endividamento contábil, tornando-se então importante a apresentação dos dois resultados. As estimações referentes ao valor de mercado serão realizadas com as variáveis independentes construídas com *proxies* a mercado, assim como as *proxies* contábeis utilizadas como variáveis independentes serão inseridas nas estimações referentes ao endividamento contábil.

Foram computadas as principais estatísticas descritivas para as duas variáveis independentes que serão estudadas, conforme tabela a seguir:

Tabela 4 – Estatística descritiva – variáveis dependentes

Variável	Estatística Descritiva					
	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio Padrão	Observações
Endividamento a mercado	0,35	0,32	0,95	0,00	0,22	663
Endividamento contábil	0,44	0,43	0,97	0,00	0,20	663

Fonte: a autora, dados analisados no E-views 7

Observa-se que a representatividade do endividamento a mercado frente aos ativos totais (a mercado) da empresa é de cerca de 35%, levando em consideração o desvio padrão apresentado dessa variável, nota-se que esse indicador entre os anos de 1998 e 2010 girou entre 10% e 60%. Avaliando a estatística descritiva do endividamento contábil, nota-se que as

dívidas totais representam em média 44% do ativo contábil das empresas brasileiras com um desvio padrão de 20%. Considerando esse desvio, tal indicador manteve-se entre 24% e 74%.

Para as variáveis independentes que foram utilizadas para capturar questões comportamentais dos gestores empreendedores foi considerada a presença ou não de um diretor- presidente ou o presidente do conselho de administração é fundador ou herdeiro da companhia gerida, assim como foi proposto por Barros e da Silveira (2008). A outra variável referente a aspectos comportamentais é a presença (ou não) de um empreendedor nos cargos citados acima, de modo que este não seja fundador ou herdeiro da empresa em questão.

Como *proxy* da rentabilidade da empresa utilizou-se a relação entre o resultado antes de juros, impostos, depreciação e amortização e o valor do ativo da empresa⁵. O logaritmo natural da receita operacional líquida da empresa é utilizado como *proxy* do tamanho da firma. A tangibilidade dos ativos considera a relação entre imobilizado e estoque e o ativo total da empresa⁶. A variável independente singularidade é a relação entre a despesa de vendas e a receita líquida. A variável utilizada como *proxy* para oportunidades de crescimento é a relação entre o ativo total menos o patrimônio líquido mais o valor de mercado sobre o ativo total da empresa.

As variáveis independentes foram resumidas na Tabela 5 (vide apêndice B para a estatística descritiva). Na primeira coluna foi colocada a variável explicativa e a definição operacional das variáveis foi inserida na segunda coluna. Tais variáveis foram escolhidas e baseadas em outros trabalhos tidos como referenciais nos estudos de estrutura de capital (terceira coluna). As hipóteses sobre relação entre a variável dependente e as variáveis independentes foram descritas na quarta coluna. Espera-se que todas as variáveis sejam relevantes para a estimação.

⁵ Quando a variável dependente for o endividamento a mercado, será utilizada a rentabilidade a mercado para estimação, caso contrário, será utilizada a rentabilidade contábil.

⁶ Quando a variável dependente for o endividamento a mercado, será utilizada a tangibilidade a mercado para estimação, caso contrário, será utilizada a tangibilidade contábil.

Tabela 5 - Variáveis independentes⁷

Variável Independente	Estatística Descritiva		
	Definição Operacional	Referencial Teórico	Hipóteses da análise empírica
Administradores - Fundadores e Herdeiros	Variável Binária	Barros & da Silveira	Positiva
Administradores – Empreendedores	Variável Binária	Busenitz & Barney	Positiva
Administradores - Pós graduação	Variável Binária	Bertrand & Schoar	Positiva
Presidente do Conselho - Fundadores e Herdeiros	Variável Binária	Barros & da Silveira	Positiva
Presidente do Conselho – Empreendedores	Variável Binária	Busenitz & Barney	Positiva
Presidente do Conselho - Pós graduação	Variável Binária	Bertrand & Schoar	Positiva
Diretor Presidente - Fundadores e Herdeiros	Variável Binária	Barros & da Silveira	Positiva
Diretor Presidente – Empreendedores	Variável Binária	Busenitz & Barney	Positiva
Diretor Presidente - Pós graduação	Variável Binária	Bertrand & Schoar	Positiva
Rentabilidade a mercado	Ebitda/Dívida total + Valor de mercado Capital próprio	Titman & Wessels, Rajan & Zingales, Gomes & Leal, Lima & Brito.	Negativa
Rentabilidade contábil	Ebitda/Ativo total	Titman & Wessels, Rajan & Zingales, Gomes & Leal, Perobelli & Fama, Lima & Brito e Martin <i>et al.</i>	Negativa
Oportunidades de Crescimento	(Ativo Total – Patrimônio Líquido+ Valor de Mercado Capital Próprio)/Ativo Total	Titman & Wessels, Gomes & Leal, Lima & Brito	Negativa
Tamanho da Empresa	Ln(Receita operacional líquida anual)	Titman & Wessels, Perobelli & Famá, Lima & Brito e Martin <i>et al.</i>	Positiva
Tangibilidade a mercado	Imobilizado + Estoques/Dívida total + Valor de mercado Capital próprio	Titman & Wessels, Rajan & Zingales, Gomes & Leal, Lima & Brito	Positiva
Tangibilidade contábil	Imobilizado + Estoques/Ativo total	Titman & Wessels, Rajan & Zingales, Perobelli & Famá, Lima & Brito	Positiva
Singularidade	Despesa de Vendas/Receita líquida	Titman & Wessels, Perobelli & Famá e Barros & da Silveira	Negativa

Fonte: Lima e Brito (2003) mais trabalho da autora.

⁷ Ln é o logaritmo natural do número.

Na Tabela 6 foram computadas as principais estatísticas descritivas para as variáveis independentes relacionadas à questão comportamental dos gestores. Observa-se que 40% dos gestores (diretores-presidentes e/ou presidentes de conselho) são fundadores ou herdeiros das firmas e 14% desses mesmos administradores são empreendedores. Dos presidentes de conselho da amostra, 37% são fundadores ou herdeiros, e 13% são empreendedores. Quando analisados apenas os diretores-presidentes, tem-se que Fundadores e herdeiros são 30% da amostra e empreendedores, apenas 4%.

Tabela 6 – Estatística descritiva- variáveis independentes

Variável	Estatística Descritiva		
	Média	Desvio Padrão	Observações
Administradores - Fundadores e Herdeiros	0,40	0,49	663
Administradores - Empreendedores	0,14	0,35	663
Presidente do Conselho - Fundadores e Herdeiros	0,37	0,48	663
Presidente do Conselho - Empreendedores	0,13	0,34	663
Diretor Presidente - Fundadores e Herdeiros	0,30	0,46	663
Diretor Presidente - Empreendedores	0,04	0,20	663

Fonte: a autora, dados analisados no E-views 7

3. RESULTADOS EMPÍRICOS

Foram estimados três modelos diferentes para a verificação do resultado. O modelo de efeitos fixos, o modelo de efeitos aleatórios e um modelo utilizando variáveis instrumentais através do método generalizado dos momentos. As estimações foi feita através do *software* E-views 7 e as equações estimadas foram variações da equação (1).

Os resultados obtidos pelas estimações foram sintetizados Tabela 7. A variável dependente é a endividamento a mercado e foram incluídas *dummies* de tempo nas estimações. Foi realizado

o teste F, confirmando a hipótese de heterogeneidade não observada. E para a verificação de presença de efeitos fixos ou aleatórios foram realizados o teste Breusch Pagan e o Teste de Hausmann, aceitando a hipótese da presença de efeitos aleatórios.

As regressões de efeitos fixos e aleatórios foram estimadas para efeitos de comparação com outros trabalhos. Observa-se que a variável independente administradores – pós-graduação não é significativa em nenhuma dos modelos estimados, com um nível de confiança em 95%. O fato de um gestor (diretor-presidente ou presidente do conselho) ter feito pós-graduação não faz com que o endividamento a mercado da empresa se altere.

A variável rentabilidade a mercado mostrou-se negativamente correlacionada com o endividamento da empresa: quanto maior for a rentabilidade da empresa, menor será o seu endividamento. Gomes e Leal (2001), Perobelli e Famá (2002), Lima e Brito (2003) Martin *et al* (2007) obtiveram o mesmo resultado para a variável independente rentabilidade em estudos realizados para empresas brasileiras. Tal resultado mostra-se coerente com a teoria do *pecking order* que argumenta que empresas historicamente mais lucrativas não seriam tão endividadas e usariam mais recursos internos a contrair dívidas no mercado.

A variável utilizada como *proxy* para as oportunidades crescimento, mostrou-se negativamente correlacionada com o endividamento da empresas: quanto maior forem as oportunidades de crescimento, menor será o seu endividamento. O resultado negativo para as Oportunidades de crescimento também foi encontrado por Rajan e Zingales (1995) e Lima e Brito (2003). Tal resultado evidencia a teoria de *trade off*, que afirma que quanto maior as oportunidades de crescimento menor será o endividamento da empresa. A teoria de *pecking order*, no entanto, argumenta que empresas com baixo crescimento não irão se endividar por preferirem investimentos com recursos internos.

De acordo com os resultados, o tamanho da empresa não é correlacionado com o endividamento, esperava-se que essa variável tivesse uma correlação positiva com o endividamento a mercado.

A variável independente tangibilidade mostrou-se significativa assim como ocorreu no estudo de Rajan e Zingales (1995) e Barros e da Silveira (2008), a tangibilidade a mercado é positivamente correlacionada com o endividamento. O resultado confirma tanto questões da

teoria de *trade off* quanto para a teoria de *pecking order*. A emissão de garantias no endividamento reduz a assimetria de informação entre agentes e principal.

Os estudos realizados para empresas brasileiras, como o de Perobelli e Famá (2002), mostraram que o fator singularidade é não significativo para a estimação do endividamento. Para a estimação baseada em valores de mercado a singularidade mostrou-se não significativa com 95% de confiança.

Foi identificado que a presença de Fundadores e Herdeiros, faz com que o endividamento seja maior quando comparado com empresas que não possuem gestores com essas características nesses cargos analisados. Tal resultado é observado nas estimações de efeitos fixos e GMM e mostra-se compatível com os resultados encontrados por Malmendier e Tate (2002), Hackbarth (2004), Bertrand e Schoar (2003) e Barros e da Silveira (2008).

A presença de empreendedores que não sejam Fundadores ou Herdeiros da empresa também se mostrou um fator relevante e positivamente correlacionado com a variável endividamento a mercado. Tal resultado indica que o gestor empreendedor, mesmo quando não esta gerenciando a empresa que fundou ou herdou irá afetar o endividamento da empresa.

Tabela 7 – Resultado das Regressões – Endividamento a mercado (continua)

Variáveis	Estimações - Endividamento a mercado		
	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios	GMM-variáveis instrumentais
	Coefficiente (p-valor)	Coefficiente (p-valor)	Coefficiente (p-valor)
Rentabilidade a mercado	-0,1599 (0,02**)	-0,2350 (0,00***)	-0,3665 (0,04**)
Crescimento	-0,0077 (0,00***)	-0,076813 (0,00***)	-0,0684 (0,00***)
Tamanho da Empresa	0,0022 (0,61)	0,0115 (0,08*)	-0,0005 (0,87)
Tangibilidade a mercado	0,18456 (0,00***)	0,138481 (0,00***)	0,2127 (0,00***)
Singularidade	0,1083 (0,16)	0,2742 (0,08*)	-0,0883 (0,53)
Administradores - Fundadores e Herdeiros	0,053 (0,01**)	-0,0058 (0,79)	0,0592 (0,02**)

Tabela 7 - Resultado das Regressões – Endividamento a mercado (conclusão)

Variáveis	Estimações - Endividamento a mercado		
	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios	GMM-variáveis instrumentais
	Coeficiente (p-valor)	Coeficiente (p-valor)	Coeficiente (p-valor)
Administradores - Pós graduação	-0,022 (0,22)	-0,080 (0,07*)	0,0431 (0,26)
Administradores - Empreendedores	0,040 (0,02**)	0,0360 (0,02**)	0,0358 (0,04**)
Dummies de ano	Sim	Sim	Sim
Estatística F	0,000%		-
Teste Breusch Pagan	0,000%		-
Teste de Hausman	0,071%		-
Estatística J de Hansen	-	-	Prob>chi2 0,7399

p-valor; ***, ** e *: significativo a 1%, 5% e 10%, respectivamente

O teste F tem como hipótese nula é a não há heterogeneidade não observada.

O teste de Breusch Pagan a hipótese nula é que o modelo de efeitos fixos é preferível ao modelo de efeitos aleatórios.

O teste de Hausman tem hipótese nula que os efeitos aleatórios são válidos.

A estatística J de Hansen possui como hipótese nula de que os instrumentos são válidos

Fonte: a autora, dados analisados no E-views 7

Os resultados com as variáveis contábeis foram na Tabela 8. A variável dependente é a endividamento contábil e foram incluídas *dummies* de tempo nas estimações. Foi realizado o teste F, confirmando a hipótese de heterogeneidade não observada. E para a verificação de presença de efeitos fixos ou aleatórios foram realizados o teste Breusch Pagan e o Teste de Hausmann, aceitando a hipótese da presença de efeitos aleatórios.

Assim como ocorreu quando a variável estimada era o endividamento a mercado, observa-se que a variável independente administradores – pós-graduação não é significativa em nenhuma dos modelos estimados (com 95% de confiança). A variável rentabilidade contábil mostrou-se negativamente correlacionada com o endividamento da empresa: quanto maior for a rentabilidade da empresa, menor será o seu endividamento, assim como ocorreu com o endividamento a mercado. O resultado esta de acordo com a teoria de *pecking order*.

A variável utilizada como *proxy* para as oportunidades crescimento, mostrou-se negativamente correlacionada com o endividamento da empresas, como ocorreu com as estimações de variáveis de mercado. Tal resultado esta de acordo com a teoria de *trade off*.

Diferentemente do que ocorreu com os resultados de mercado, o tamanho da empresa mostrou-se positivamente com as estimações de efeitos fixos e aleatórios, já para a estimação realizada através do GMM, o tamanho da empresa não é correlacionado com o endividamento contábil. Tal resultado mostra-se coerente tanto com a teoria de *trade off* quanto com a teoria de *pecking order*.

A variável independente tangibilidade mostrou-se significativa assim como ocorreu no estudo de Rajan e Zingales (1995) e Barros e da Silveira (2008). O fator não é significativo na estimação GMM, com um intervalo de 95% de confiança.

Foi identificado que a presença de Fundadores e Herdeiros, considerados empreendedores, é positivamente correlacionado com o endividamento contábil apenas na estimação realizada através do GMM. Já a presença empreendedores mostrou-se um fator relevante em todos os modelos estimados. Os resultados indicam, novamente, que o viés comportamental influencia o nível de endividamento da empresa.

Tabela 8 - Resultado das Regressões – Endividamento contábil (continua)

Variáveis	Estimações – Endividamento contábil		
	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios	GMM-variáveis instrumentais
	Coefficiente (p-valor)	Coefficiente (p-valor)	Coefficiente (p-valor)
Rentabilidade contábil	-0,4617 (0,00***)	-0,3885 (0,00***)	-0,9238 (0,00***)
Crescimento	-0,0297 (0,01**)	-0,0291 (0,02**)	- 0,0158 (0,05**)
Tamanho da Empresa	0,06808 (0,00***)	0,0464 (0,00***)	0,0129 (0,37)
Tangibilidade contábil	0,0002 (0,052*)	0,0237 (0,06*)	0,1234 (0,07*)
Singularidade	0,3067 (0,0767*)	0,3520 (0,061*)	-0,2443 (0,23)
Administradores - Fundadores e Herdeiros	0,0049 (0,87)	0,0127 (0,62)	0,0940 (0,01**)

Tabela 9 - Resultado das Regressões – Endividamento contábil (conclusão)

Variáveis	Estimações – Endividamento contábil		
	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios	GMM-variáveis instrumentais
	Coeficiente (p-valor)	Coeficiente (p-valor)	Coeficiente (p-valor)
Administradores - Empreendedores	0,0687 (0,00***)	0,0621 (0,00***)	0,1280 (0,011**)
Dummies de ano	Sim	Sim	Sim
Estatística F	0,00%		-
Teste Breusch Pagan	0,00%		-
Teste de Hausman	0,06%		-
Estatística J de Hansen	-		Prob>chi2 0,7594

p-valor; ***, ** e *: significativo a 1%, 5% e 10%, respectivamente

O teste F tem como hipótese nula é a não há heterogeneidade não observada.

O teste de Breusch Pagan a hipótese nula é que o modelo de efeitos fixos é preferível ao modelo de efeitos aleatórios.

O teste de Hausman tem hipótese nula que os efeitos aleatórios são válidos.

A estatística J de Hansen possui como hipótese nula de que os instrumentos são válidos

Fonte: a autora, dados analisados no E-views 7

A equação (1) foi estimada também para os casos em que são considerados apenas os presidentes de conselho ou apenas os diretores-presidentes. Os resultados das estimações realizadas através do método generalizado dos momentos podem ser observados na Tabela 9.

As variáveis utilizadas para representar fundadores e herdeiros como administradores do conselho e da diretoria apresentaram coeficientes positivos tanto para o endividamento contábil quanto para o endividamento a mercado. Tal resultado sinaliza que as características pessoais de um gestor afetam a estrutura de capital das empresas de capital aberto no mercado brasileiro. Observou-se também uma correlação positiva para gestores empreendedores e o endividamento.

Os coeficientes das variáveis que representam as características pessoais apenas do presidente de conselho (presidente do conselho empreendedor, fundador ou herdeiro) também apresentaram coeficientes positivos.

A estimação realizada apenas com as características dos diretores-presidentes mostrou que a estrutura de capital não é explicada pela variável dependente que captura as informações em relação ao empreendedorismo de tal cargo. Esse resultado sinaliza que as características dos diretores-presidentes só serão relevantes quando consideradas ao lado das características do presidente do conselho da empresa (Vide Apêndice C para regressões completas).

Tabela 9 – Resultados das regressões (GMM) – características pessoais

Variáveis	Endividamento a mercado		Endividamento Contábil	
	Coefficiente	p-valor	Coefficiente	p-valor
Administradores - Fundadores e Herdeiros	0,0592	0,02**	0,0940	0,01**
Administradores - Empreendedores	0,0358	0,04**	0,1280	0,01**
Presidente do Conselho - Fundadores e Herdeiros	0,0637	0,006***	0,081	0,043**
Presidente do Conselho - Empreendedores	0,0587	0,083*	0,1320	0,001***
Diretor Presidente - Fundadores e Herdeiros	0,0179	0,55	0,0091	0,8212
Diretor Presidente - Empreendedores	0,0261	0,28	0,0543	0,5822

p-valor; ***, ** e *: significativo a 1%, 5% e 10%, respectivamente

Fonte: a autora, dados analisados no E-views 7

O trabalho conseguiu identificar uma relação importante entre a estrutura de capital das empresas brasileiras e a influência de uma característica pessoal dos gestores. Tal relação pode ser analisada por investidores antes da decisão de alocação de recursos, uma vez que, conforme reportado nos resultados acima, empresas geridas por administradores empreendedores possuem o endividamento mais elevado do que empresas que não são geridas por esse tipo de gestor, reduzindo a assimetria de informação entre agentes e principal.

4. CONCLUSÃO

A estrutura de capital das empresas é um freqüente objeto de estudos em finanças e não há um consenso entre os estudiosos em relação aos fatores que determinam a dinâmica do endividamento a mercado ou contábil das empresas. A análise foi direcionada para fatores comportamentais como determinantes do endividamento, além de fatores como a rentabilidade e tamanho das empresas, oportunidades de crescimento, singularidade e tangibilidade. Os resultados mostram evidências para teoria de *trade off* e para teoria de *pecking order*.

Após o estudo realizado nessa pesquisa verificou-se que a hipótese de que gestores fundadores ou herdeiros de empresas são relevantes na estimação do endividamento das firmas não foi rejeitada. Observou-se que a presença de fundadores ou herdeiros de empresas na alta administração (presidentes de conselho ou diretores-presidentes) é positivamente correlacionada com o nível de endividamento das empresas analisadas.

Quando a empresa é administrada por um gestor empreendedor (que não seja fundador ou herdeiro) suas características pessoais também se mostraram relevantes como fatores para decisões que são tomadas em relação ao endividamento das empresas. A presença desse gestor empreendedor é positivamente correlacionada com o nível de endividamento, ou seja, se um empreendedor for da alta administração da empresa, o nível de endividamento será maior do que naquelas que não são administradas por empreendedores, *ceteris paribus*.

Os resultados sugerem que as decisões de financiamento das empresas são influenciadas por características do gestor que esta na administração da empresa. Contudo, para o caso dos gestores de empresas brasileiras, algumas informações não são divulgadas (como o salário e bônus). Para pesquisas futuras, recomenda-se uma busca por uma *proxy* alternativa referente ao excesso de confiança/otimismo, que também podem revelar questões comportamentais dos gestores, influenciando a estrutura de capital das empresas.

REFERÊNCIAS

- ADAMS, R.B.; ALMEIDA, H.; FERREIRA, D. *Understanding the relationship between founder-CEOs and firm performance*. Journal of Empirical Finance v.16, pp. 136-150, 2009.
- ANDERSON, R.; REEB, D.M. *Founding family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500*. Journal of Finance, v. 58, pp. 1301–1329, 2003.
- BARROS, Lucas Ayres Barreira de Campos ; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da . Excesso de Confiança, Otimismo Gerencial e os Determinantes da Estrutura de Capital. Revista Brasileira de Finanças, v. 6, p. 293-335, 2008.
- BARROS, Lucas Ayres B. de C., et al. *Endogeneity in Corporate Finance Empirical Research (In Portuguese)* Abril, 2010. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1593187>>. Acesso em 18/08/2011.
- BEN-DAVID, I.; GRAHAM, J.; e HARVEY C. *Managerial Overconfidence and Corporate Policies*. Working paper, Duke University, 2008.
- BERTRAND, Marianne; SCHOAR, Antoinette. *Managing with Style: The Effect of Managers on Firm Policies*. Quarterly Journal of Economics, 118, 301-330, 2003.
- BRITO, Ricardo D.; LIMA, Mônica R.. O Que Determina a Estrutura de Capital no Brasil?, Anais do 3o. Encontro Brasileiro de Finanças, realizado de 21 a 22 de julho de 2003, em São Paulo, SP.
- BUSENITZ, Lowell; BARNEY, J. *Differences Between Entrepreneurs and Managers in Large Organization: Biases and Heuristics in Strategic Decision Making*. Journal of Business Venturing, v. 12, pp 9-30, 1997.
- CAMERER, C. F.; LOVALLO, D. *Overconfidence and excess entry: an experimental approach*. American Economic Review, v. 89, n. 1, pp. 306-18, Março 1999.
- DEAN, J. W.; SHARFMAN, M. P. *The relationship between procedural rationality and political behavior in Strategic Decision-making*. Decision sciences, v. 24, n. 6, pp 1069-1083, 1993.
- DEANGELO, H.; MASULIS, R.W. *Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation*. Journal of Financial Economics, v.8, n.1, pp.3-29, Março 1980.
- DE BONDT, Werner F. M.; THALER, Richard H. *Financial decision-making in markets and firms: a behavioral perspective*. In: JARROW, Robert et al. (Org.). Handbooks in operations research and management science: Finance. Amsterdam: Elsevier, 1995.
- FAHLENBRACH, Rüdiger. *Founder-CEOs, Investment Decisions and Stock Market Performance*. Working Paper Series. Agosto, 2007. Disponível em: <<http://www.ssrn.com/abstract=606527>>. Acesso em: 04/07/2011
- FAMA, Eugene F. *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*. Journal of Finance, v.25, n.2, pp.383-417, Maio 1970.

FAMA, E.F.; FRENCH, K.R. *Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt*. Review of Financial Studies, v.15, n.1, pp.1-33, Março 2002.

GOMES, G.L. e LEAL, R.P.C. Determinantes da Estrutura de Capital das Empresas Brasileiras com Ações Negociadas em Bolsa de Valores. In: LEAL, R.; COSTA JR., N e LEMGRUBER, E. Finanças Corporativas. São Paulo: Atlas, 2001.

HACKBARTH, Dirk. *Managerial traits and capital structure decisions*. Working Paper. Setembro 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=362740>>. Acesso em: 24/06/2011

HANSEN, L.P. *Large sample properties of generalized method of moment Estimators*. Econometrica, v. 50, pp. 1029-1054, 1982

JENSEN, M.; MECKLING, W. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. Journal of Financial Economics, v.3, pp.305-360, 1976.

MALMENDIER, Ulrike; TATE, Geoffrey A. *CEO overconfidence and corporate investment*. Working Paper Outubro 2002. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=354387>>. Acesso em 20/06/2011.

MALMENDIER, Ulrike; TATE, Geoffrey A.; e YAN, Jun. *Corporate Financial Policies with Overconfident Managers*. 8th Annual Texas Finance Festival, Novembro, 2005. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=895843>>. Acesso em 20/06/2011.

MARTIN, Diogenes Manuel Leiva, *et al.* Determinantes da estrutura de capital no mercado brasileiro: análise com regressão com painel de dados no período de 1999-2003. In: 5º ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 2005, São Paulo, São Paulo: Sociedade Brasileira de Finanças, 2005.

MEZA, David; SOUTHEY, Clive. *The Borrower's Curse: Optimism, Finance and Entrepreneurship*. The Economic Journal, v. 106, pp 375-386, Março 1996.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton. *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. American Economic Review, v.48, pp.261-297, Junho 1958.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton. *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*. American Economic Review, v.53, pp.433-443, Junho 1963.

MYERS, S. *The Capital Structure Puzzle*. The Journal of Finance, v.39, pp.575-592, Julho, 1984

MYERS, Stewart C.; MAJLUF, Nicholas S.. *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information Investors Do Not Have*, Journal of Financial Economics, 13, pp. 187-222, Junho 1984.

MORCK, R. K.; SHLEIFER A.; VISHNY R. W. *Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis*. Journal of Financial Economics, v. 20, pp. 293-315, 1988.

NARAYANAN, Jayaraman, *et al.* *CEO Founder Status and Firm Financial Performance*. Strategic Management Journal, v. 21, pp. 1215-1224, 2000.

PAPADAKIS, V.; LIOUKAS, S; CHAMBERS, D. *Strategic Decision Making Processes: The Role of Management and Context*. Strategic Management Journal, v.9, pp 115-132, 1988.

PEROBELLI, F.F.C. FAMÁ, R. Determinantes da Estrutura de Capital: Aplicação a Empresas de Capital Aberto Brasileiras. Revista de Administração da Universidade de São Paulo, v.37, n.3, Jul./Set. 2002.

RAJAN, R. G. e ZINGALES, L. *What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data*. Journal of Finance, v. 50, n.5 , pp.1421-60, Dezembro 1995.

SRAER David; THESMAR, David. *Performance and Behavior of Family Firms: Evidence from the French stock Market*. Journal of the European Economic Association, v.5, pp. 709-751, Junho 2007.

SHANE, Scott; VENKATARAMAN, S. *The Promise of Entrepreneurship as a Field of Research*. Academy of Management Review, v. 25, n.1, pp 217-226, Janeiro 2000.

SVENSON, Ola. *Are we all less risky and more skillful than our fellow drivers?* Acta Psychologica, v. 47, n. 2, p. 143-48, Fevereiro 1981.

TAYLOR, Shelter; Brown, Jonathon D. *Illusion and well-being: a social psychological perspective on mental health*. Psychological Bulletin. Washington: American Psychological Association, v. 103, n.02, pp. 193-210, Março 1988.

TITMAN, Sheridan; WESSELS, Roberto. *The determinants of capital structure choice*. Journal of Finance, v. 43, n. 1, p. 1-19, Março 1988.

VILLALONGA, B.; AMIT, R. *How do Family Ownership, Control, and Management Affect Firm Value?*. Journal of Financial Economics, 80, pp. 385-417, 2006.

WOOLDRIDGE, J. M. *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*. MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 2002.

APÊNDICE A – EMPRESAS

Tabela 10 – Lista de Empresas

Empresa	Código Bovespa	Empresa	Código Bovespa
ANHANGUERA	AEDU3	HYPERMARCAS	HYPE3
ALL AMER LAT	ALLL3	JBS	JBSS3
AMBEV	AMBV4	KLABIN S/A	KLBN4
AMIL	AMIL3	LOJAS AMERIC	LAME4
BR BROKERS	BBRK3	LIGHT S/A	LIGT3
BRF FOODS	BRFS3	LLX LOG	LLXL3
BRASKEM	BRKM5	LOJAS RENNER	LREN3
BRASIL TELEC	BRTO4	MMX MINER	MMXM3
B2W VAREJO	BTOW3	MPX ENERGIA	MPXE3
CCR AS	CCRO3	MARFRIG	MRFG3
CESP	CESP6	MRV	MRVE3
CEMIG	CMIG4	MULTIPLAN	MULT3
CONFAB	CNFB4	IOCHP-MAXION	MYPK3
CPFL ENERGIA	CPFE3	NATURA	NATU3
COPEL	CPLE6	ODONTOPREV	ODPV3
SOUZA CRUZ	CRUZ3	P.ACUCAR-CBD	PCAR4
COSAN	CSAN3	PDG REALT	PDGR3
COPASA	CSMG3	PETROBRAS	PETR3
SID NACIONAL	CSNA3	PETROBRAS	PETR4
CYRELA REALT	CYRE3	PARANAPANEMA	PMAM3
DASA	DASA3	MARCOPOLO	POMO4
DURATEX	DTEX3	POSITIVO INF	POSI3
ECORODOVIAS	ECOR3	RANDON PART	RAPT4
ELETROBRAS	ELET3	LOCALIZA	RENT3
ELETROBRAS	ELET6	ROSSI RESID	RSID3
ELETROPAULO	ELPL4	SABESP	SBSP3
EMBRAER	EMBR3	SUZANO PAPEL	SUZB5
ENERGIAS BR	ENBR3	TAM S/A	TAMM4
EVEN	EVEN3	TRACTEBEL	TBLE3
VALEFERT	FFTL4	TIM PART S/A	TIMP3
FIBRIA	FIBR3	TELEMAR N L	TMAR5
AES TIETE	GETI4	TOTVS	TOTS3
GAFISA	GFSA3	ULTRAPAR	UGPA4
GERDAU	GGBR3	USIMINAS	USIM3
GERDAU	GGBR4	USIMINAS	USIM5
GERDAU MET	GOAU4	VALE	VALE3
GOL	GOLL4	VALE	VALE5
CIA HERING	HGTX3	WEG	WEGE3

Fonte: a autora – dados IBRX-100

APÊNDICE B – ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS

Tabela 11 – Estatísticas descritivas

Variáveis Independentes	Média	Mediana	Desvio Padrão	Observações
Rentabilidade a mercado	0,1394	0,1235	0,0928	663
Rentabilidade contábil	0,1456	0,1367	0,0932	663
Crescimento	1,5841	1,2804	1,0209	663
Tamanho da Empresa	1,5140	1,5063	1,5457	663
Tangibilidade a mercado	0,5785	0,4803	0,4583	663
Tangibilidade contábil	0,4819	0,4912	0,1899	663
Singularidade	0,0784	0,0548	0,0824	663

Fonte: a autora, dados analisados no E-views 7

APÊNDICE C – RESULTADOS REGRESSÕES

Tabela 12 – Resultados Regressões – Presidente do Conselho (endividamento a mercado)

Variáveis	Estimações - Endividamento a mercado		
	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios	GMM-variáveis instrumentais
	Coeficiente (p-valor)	Coeficiente (p-valor)	Coeficiente (p-valor)
Rentabilidade a mercado	-0,2776 (0,01**)	-0,2530 (0,00***)	-0,4972 (0,05**)
Crescimento	-0,0072 (0,00***)	-0,0751 (0,00***)	-0,0638 (0,00***)
Tamanho da Empresa	-0,0003 (0,02**)	0,008 (0,44)	0,0006 (0,54)
Tangibilidade a mercado	0,026 (0,00***)	0,1287 (0,00***)	0,2089 (0,00***)
Singularidade	0,047 (0,11)	0,4390 (0,13)	-0,1196 (0,41)
Presidente do Conselho - Fundadores e Herdeiros	0,0043 (0,01**)	0,031 (0,79)	0,0637 (0,006***)
Presidente do Conselho - Pós graduação	-0,046 (0,22)	-0,036 (0,08*)	0,0068 (0,78)
Presidente do Conselho - Empreendedores	0,040 (0,02**)	0,056 (0,01**)	0,0587 (0,082*)
Dummies de ano	Sim	Sim	Sim
Estatística F	0,00%		-
Teste Breusch Pagan	0,00%		-
Teste de Hausman	0,13%		-
Estatística J de Hansen			Prob>chi2 0,4315

p-valor; ***, ** e *: significativo a 1%, 5% e 10%, respectivamente

O teste F tem como hipótese nula é a não há heterogeneidade não observada.

O teste de Breusch Pagan a hipótese nula é que o modelo de efeitos fixos é preferível ao modelo de efeitos aleatórios.

O teste de Hausman tem hipótese nula que os efeitos aleatórios são validos.

A estatística J de Hansen possui como hipótese nula de que os instrumentos são válidos

Fonte: a autora, dados analisados no E-views 7

Tabela 13 - Resultados Regressões – Presidente do Conselho (endividamento contábil)

Variáveis	Estimações - Endividamento contábil		
	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios	GMM-variáveis instrumentais
	Coefficiente (p-valor)	Coefficiente (p-valor)	Coefficiente (p-valor)
Rentabilidade contábil	-0,4913 (0,00***)	-0,4139 (0,00***)	-0,4395 (0,04**)
Crescimento	-0,0041 (0,21)	-0,0272 (0,02**)	-0,045 (0,08*)
Tamanho da Empresa	0,0650 (0,00***)	0,0467 (0,00***)	0,006 (0,02**)
Tangibilidade contábil	0,0002 (0,54)	0,0237 (0,61)	0,3119 (0,02**)
Singularidade	0,3432 (0,067*)	0,3120 (0,11)	-0,0321 (0,92)
Presidente do Conselho - Fundadores e Herdeiros	0,0009 (0,87)	0,0191 (0,62)	0,0811 (0,04**)
Presidente do Conselho - Pós graduação	-0,0057 (0,12)	-0,005 (0,08*)	-0,0871 (0,11)
Presidente do Conselho - Empreendedores	0,0663 (0,00***)	0,0627 (0,00***)	0,1320 (0,01**)
Dummies de ano	sim	sim	sim
Estatística F	0,00%		-
Teste Breusch Pagan	0,00%		-
Teste de Hausman	0,05%		-
Estatística J de Hansen			Prob>chi2 0,7823

p-valor; ***, ** e *: significativo a 1%, 5% e 10%, respectivamente

O teste F tem como hipótese nula é a não há heterogeneidade não observada.

O teste de Breusch Pagan a hipótese nula é que o modelo de efeitos fixos é preferível ao modelo de efeitos aleatórios.

O teste de Hausman tem hipótese nula que os efeitos aleatórios são válidos.

A estatística J de Hansen possui como hipótese nula de que os instrumentos são válidos

Fonte: a autora, dados analisados no E-views 7

Tabela 14 - Resultados Regressões – Diretor Presidente (endividamento a mercado)

Variáveis	Estimações - Endividamento a mercado		
	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios	GMM-variáveis instrumentais
	Coefficiente (p-valor)	Coefficiente (p-valor)	Coefficiente (p-valor)
Rentabilidade a mercado	-0,2747 (0,00***)	-0,2447 (0,00***)	-0,4548 (0,03**)
Crescimento	-0,0065 (0,00***)	-0,0747 (0,00***)	-0,0794 (0,00***)
Tamanho da Empresa	-0,0002 (0,24)	0,009 (0,43)	0,0006 (0,54)
Tangibilidade a mercado	0,1173 (0,00***)	0,1386 (0,00***)	0,2115 (0,00***)
Singularidade	0,2768 (0,17)	0,4150 (0,11)	-0,0496 (0,37)
Diretor Presidente - Fundadores e Herdeiros	0,0071 (0,06*)	0,0184 (0,43)	0,0179 (0,55)
Diretor Presidente - Pós graduação	0,012 (0,68)	-0,004 (0,42)	0,0008 (0,82)
Diretor Presidente - Empreendedores	0,0286 (0,28)	0,0177 (0,49)	-0,0261 (0,70)
Dummies de ano	Sim	Sim	Sim
Estatística F	0,00%		-
Teste Breusch Pagan	0,00%		-
Teste de Hausman	0,06%		-
Estatística J de Hansen			Prob>chi2 0,3239

p-valor; ***, ** e *: significativo a 1%, 5% e 10%, respectivamente

O teste F tem como hipótese nula é a não há heterogeneidade não observada.

O teste de Breusch Pagan a hipótese nula é que o modelo de efeitos fixos é preferível ao modelo de efeitos aleatórios.

O teste de Hausman tem hipótese nula que os efeitos aleatórios são válidos.

A estatística J de Hansen possui como hipótese nula de que os instrumentos são válidos

Fonte: a autora, dados analisados no E-views 7

Tabela 15 - Resultados Regressões – Diretor Presidente (endividamento contábil)

Variáveis	Estimações - Endividamento contábil		
	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios	GMM-variáveis instrumentais
	Coefficiente (p-valor)	Coefficiente (p-valor)	Coefficiente (p-valor)
Rentabilidade contábil	-0,3490 (0,00***)	-0,3036 (0,00***)	-0,6733 (0,04***)
Crescimento	-0,073 (0,01***)	-0,0346 (0,02**)	0,0646 (0,13)
Tamanho da Empresa	0,0294 (0,00***)	0,0264 (0,00***)	0,0001 (0,89)
Tangibilidade contábil	0,0409 (0,43)	0,0591 (0,20)	0,095 (0,08*)
Singularidade	0,4726 (0,06*)	0,4457 (0,05*)	-0,1754 (0,37)
Diretor Presidente - Fundadores e Herdeiros	0,0352 (0,35)	0,0221 (0,50)	0,0091 (0,82)
Diretor Presidente - Pós graduação	0,0091 (0,97)	-0,0012 (0,42)	-0,0871 (0,11)
Diretor Presidente - Empreendedores	0,0404 (0,17)	0,0329 (0,26)	0,054 (0,58)
Dummies de ano	sim	sim	sim
Estatística F	0,00%		-
Teste Breusch Pagan	0,00%		-
Teste de Hausman	0,08%		-
Estatística J de Hansen			Prob>chi2 0,9672

p-valor; ***, ** e *: significativo a 1%, 5% e 10%, respectivamente

O teste F tem como hipótese nula é a não há heterogeneidade não observada.

O teste de Breusch Pagan a hipótese nula é que o modelo de efeitos fixos é preferível ao modelo de efeitos aleatórios.

O teste de Hausman tem hipótese nula que os efeitos aleatórios são válidos.

A estatística J de Hansen possui como hipótese nula de que os instrumentos são válidos

Fonte: a autora, dados analisados no E-views 7