

Estructura de propiedad y estructura de capital: un análisis de esta relación en el mercado de valores de Brasil

Klefferson Douglas Xavier De Araujo¹⁵

Orleans Silva Martins¹⁶

Brasil

Resumen

Este trabajo tuvo como objetivo investigar la relación entre la estructura de propiedad y la estructura de capital de las empresas en el mercado de valores de Brasil. Para ello, se recogieron en la base *Economatica* datos sobre la concentración de acciones a los accionistas y los coeficientes de estructura de capital de las empresas que cotizan en la BM&FBOVESPA. En total se analizó una muestra de 342 empresas entre los años 2008 y 2012. Sus resultados indican la existencia de alta concentración de la propiedad en la estructura de propiedad y control de las empresas públicas en Brasil. También se encontró que las empresas tienen una mayor dependencia del capital de terceros y en empresas en las que los accionistas controladores tienen más derechos de flujo de efectivo y votantes, también, el grado de endeudamiento tiende a ser mayor. La principal contribución de este estudio es la evidencia de que en Brasil la concentración del control puede influir positivamente en el nivel de endeudamiento de las empresas.

Palabras clave: Concentración de la propiedad; capital propio; capital de deuda.

Abstract

This work aimed to investigate the relationship between the ownership structure and the capital structure of companies in the stock market of Brazil. For this, were collected at the *Economatica* database the ownership concentra-

¹⁵ Licenciado en Contabilidad por la Universidad Federal de Paraíba (Brasil)

¹⁶ Profesor Universidade Federal da Paraíba. Email: orleansmartins@yahoo.com.br

Recibido: 03/12/2014 - Versión final aceptada: 20/04/2015

tion between shareholders and the capital structure ratios of companies listed on the BM&FBOVESPA, forming a final sample of 342 companies analyzed between the years 2008 and 2012. Their results indicate the existence of high ownership concentration in the ownership and control structure of public companies in Brazil. It was also found that companies have greater dependence on debt capital and in companies in which the controlling shareholders have more cash flow rights and voting rights the company's debt tends to be higher. Thus, the main contribution of this study is the evidence that in Brazil the ownership concentration can positively influence the level of debt of the companies.

Key-words: Ownership concentration; own capital; debt capital.

Introducción

El mercado de capitales en Brasil se ha caracterizado por la alta concentración de la propiedad en la estructura corporativa de las empresas, lo que puede favorecer la aparición de conflictos de agencia entre directivos e inversores (Silva, 2002). Paralelo a esto es la discusión sobre la estructura de capital de estas empresas, que es la relación proporcional entre el capital propio (inversores) y el capital de terceros (acreedores), que tiene como objetivo financiar las actividades de operación de la empresa (Matias, 2007).

Entre las decisiones sobre la estructura de capital de las empresas, con el fin de buscar la mejor decisión de financiación, Cavalcanti y Miumi (2002) ponen de manifiesto la existencia de fuentes de financiación internas (utilidades retenidas) y externas (fondos propios como capital propio, o de terceros, tales como bonos y préstamos). Por lo tanto, la búsqueda de financiación externa de la empresa emite deuda o de patrimonio de valores, que según Bodie y Merton (2002) este último se configuran en las solicitudes de renta variable. En Brasil se publican generalmente dos clases de acciones: ordinario (con derecho a voto) y preferido (con derecho sólo para el flujo de caja). Así, en este estudio la estructura de capital se entiende como la proporción de recursos internos y externos para financiar las actividades de las empresas. De este modo se establece una relación entre la estructura de capital y estructura de propiedad.

Entre las teorías planteadas como capaz de influir en la decisión de financiación de la organización, existe la teoría de la agencia (Jensen y Meckling, 1976), al informar los costos de agencia como los derivados de los conflictos de intereses entre los accionistas, los acreedores y los administradores. Esto es ratificado por Van Horne (1998 *apud* Matias, 2007) cuando observa que la segregación entre la propiedad y el control de las empresas plantea la posibilidad de posibles conflictos entre los propietarios y administradores, dando lugar a diferencias en las metas previstas entre partes relacionadas, como gerentes tienden a favorecer a sus metas personales, en detrimento de los objetivos de los propietarios (Matias, 2007).

Los conflictos tienden a ocurrir cuando existe separación entre la propiedad y el control, influenciado por pulverización de capital de la compañía. Sin embargo, la existencia de concentración de la propiedad puede tener clases de accionistas mayoritarios y minoritarios (Smith & Kloeckner, 2006). Sobre la base de la relación de agencia que se establece en el entorno empresarial, esta separación, a su vez, proporciona una fuente de conflictos de los grupos de interés (gerentes, accionistas y acreedores) que trabajan en la organización. Así Matos, Serro y Correia (2007) mencionaron que la estructura de propiedad es un factor determinante de la estructura de capital de las empresas.

Mediante la observación de la propiedad de acciones, Campos (2006) detectó dos variables de estructura de propiedad en Brasil: la concentración de acciones en manos de uno o más accionistas y la identidad del accionista mayoritario, es decir, la función de los inversores como la familia, compañía no financiera, banco, inversor institucional o gobierno. Señaló que el desempeño de la empresa se determina por la intensidad de estas variables y su estructura de capital. Así, se encontró que una alta concentración de la propiedad puede influir en las decisiones de estructura de capital. Esto confirma la evidencia de Schnorrenberger y Procianoy (2004) en Brasil. Con base en esto, la literatura financiera ha intentado aclarar los determinantes de la política de financiación de las empresas (Perobelli & Fama, 2002, Albanes & Valle, 2009, Brito, Corrar, & Batistella, 2007).

Por lo tanto, este estudio tuvo como objetivo investigar la relación entre la estructura de propiedad y la estructura de capital de las empre-

sas en el mercado de valores de Brasil. En este país, tanto en la estructura de propiedad y la estructura de capital han sido objeto de diversos estudios (Jorge & Armada, 2001, Silva, 2002, Dami, Rogers, & Ribeiro, 2007, Araújo Filho, Souza, & Carmona, 2003), sin embargo, aislados. Por lo tanto, al igual que el trabajo de Matos, Serro y Correia (2007) en Portugal, este estudio investigó la relación entre estas dos variables, pero se diferencia de otros estudios existentes, analizando el mercado de valores de Brasil.

Los aspectos que justifican y motivan a la relación entre estas estructuras en el mercado brasileño se destacan por Carvalhal-da-Silva (2002), señala que cuando las decisiones de estructura de capital se ven afectados por las prácticas de gobierno corporativo ineficaces y el escenario de volatilidad e inestabilidad económico del país. Por lo tanto, es posible que exista una relación en el proceso de decisiones de recaudación de fondos en la adopción de las mejores prácticas en la financiación de las empresas.

Para alcanzar su objetivo este estudio se ha estructurado en cinco partes, donde, además de esta introducción, tenemos: en la segunda sección la revisión de la literatura sobre los asuntos estructura de propiedad y estructura de capital; en la tercera sección los procedimientos metodológicos para la recogida y análisis de datos, además de las hipótesis de investigación; en la cuarta sección la descripción del análisis de los resultados; y, por último, las consideraciones finales del estudio.

Revisión de Literatura

Estructura de propiedad y control de las empresas en Brasil

La estructura de propiedad corresponde al cómo se propaga el capital de la empresa en relación con el poder de voto y la concentración de los propietarios del capital (Kiekow, 2013). Para Demsetz y Lehn (1985 *apud* Dami, Rogers, & Ribeiro, 2007). La estructura de la propiedad se clasifica en las causas y consecuencias en el grado de concentración del control de la propiedad del negocio, la causa relacionada con factores de inestabilidad del mercado, tamaño de la empresa y estructura de

capital, que son determinantes de la concentración, y las consecuencias de sus costos y beneficios.

En relación con esto, Carvalhal-da-Silva (2002) afirma que países como Francia, Italia, Alemania y Brasil tienen una fuerte concentración de propiedad y control. Esta declaración sobre Brasil se solidifica por los resultados obtenidos por Campos (2006), que identificó una alta concentración de propiedad en las empresas con un pequeño número de accionistas que se encuentra gran parte de la participación de control. Valadares y Leal (2000) y La Porta *et al.* (1998) también han reforzado el argumento de alto nivel de concentración de la propiedad en Brasil, junto con la evidencia de que los países cuyos sistemas legales se originan en el Código Civil francés tienden a disminuir la protección de los accionistas minoritarios. Por otro lado, la concentración puede reducir aún más el riesgo de estos accionistas, porque el titular conductor, por tener la mayor parte del capital, ahora también toma la parte más grande de su riesgo.

El *International Financial Reporting Standards* (IFRS, 2011) y la Ley Corporativa brasileña N° 6.404/1976 disponen que un inversor se considera controlador para una empresa para cumplir con los elementos del poder sobre la sociedad participada, u obtener los derechos para configurar el capacidad de dirigir las actividades existentes en el poder para cumplir con el valor de la rentabilidad de los inversores, así como con las devoluciones de derechos variables de su relación con la entidad participada (Brasil, 1976). Silveira, Barros y Fama (2008) definen en sus consideraciones teóricas de la concentración de derecho de control como correspondiente a los derechos de voto del accionista de control, es decir, el porcentaje de acciones ordinarias de la propiedad del accionista mayoritario. Haga que el derecho de propiedad es el derecho de flujo de caja de la compañía.

En línea con esto, Silva (2010) afirma que las formas de control de una empresa se pueden clasificar de acuerdo con la distribución de sus acciones en **difusa, definida y pulverizada**. **Difusa** se refiere al control ejercido por un accionista o grupo de personas que no estén obligados por acuerdo o bajo el control o representación de interés común, que tiene proporción significativa de capital, pero menos del 50% del capital social. En el control **definido**, tenemos el acuerdo vinculante entre los

socios o bajo control, según la cual la capacidad de votar supera el 50% de las acciones en la empresa. **Pulverizada** que se caracteriza por la estructura de propiedad diluida, es decir, la no existencia de un accionista o grupo de accionistas capaces de satisfacer el control constante.

Así que se puede comprender que el comportamiento de la estructura de control es esencial, ya que influye directamente en la eficiencia de los mercados (Leal, Silva, & Valadares, 2002). Como definen los autores, estos tipos de accionistas controladores pueden influir en la estructura de propiedad y control de la organización, mediante la obtención de la participación de voto de capital, es decir, los derechos de representación de los votos.

Para Carvalhal-da-Silva (2002) la propiedad se refiere a los derechos sobre el flujo de caja de la empresa y el control son los derechos de voto, pero puede ser diferente debido al uso de las acciones preferidas, estructuras transversales y la participación indirecta en el capital la empresa. En este sentido, Silveira (2004) define la alta concentración de la propiedad como la propiedad de acciones y control para la toma de decisiones. Así, Campos (2006) destaca la concentración de la propiedad como un porcentaje significativo de acciones de propiedad del accionista mayoritario.

Aun así, Okimura, Silveira y Rocha (2007) en cuenta que la concentración de propiedad es más pronunciada en las economías emergentes, y con tales características Brasil se inserta en este contexto. Esto es confirmado por Leal, Silva y Valadares (2002), que analizó la estructura de control de doscientas veinticinco empresas brasileñas a finales de 1998 y donde los resultados reveló un alto grado de concentración del capital votante en Brasil. Silva (2010) también informa que son comunes a la concentración del capital y la separación del control y propiedad, ya que los controladores pueden abrir el capital de una sociedad sin el riesgo de perder el control.

Para mencionar acerca de la alta concentración de la propiedad, Dami, Rogers y Ribeiro (2007) presentada tanto por razones de costo (efecto atrincheramiento) y para los beneficios (efecto de alineación). Caixe y Krauter (2013) afirman que el efecto alineamiento de concentración de la propiedad tiene un impacto positivo en el desempeño corporativo debido a la probable reducción de los costos de agencia. Por

otro lado, el efecto atrincheramiento tiene un impacto negativo en el valor de la empresa debido a la intensificación de los costos de agencia causados por la expropiación de los accionistas minoritarios, debido al predominio del proceso de decisión como la concentración alta de la estructura corporativa.

En relación con esto, Kiekow (2013) muestra que la concentración de propiedad de los accionistas es una característica que hace que aumente el poder de compra de votos y que tiene el efecto de estímulo de la supervisión de los administradores de la organización. Torres *et al.* (2010) afirma que en una forma de estructura de propiedad y control difusa, problemas de agencia en el marco del conflicto de agencia entre accionistas y directivos. Sin embargo, en la posibilidad de concentración de la propiedad, el conflicto de agencia cambia a un conflicto entre accionistas mayoritarios y minoritarios.

Con respecto a esto, Soares y Kloeckner (2006) dicen que un primer análisis de los conflictos de agencia entre accionistas mayoritarios y minoritarios sería que los conductores de la organización consumen tanto como sea posible de los beneficios privados (sobrepago de salario, la resistencia a las acciones ventajosas a los otros accionistas como liquidación, fisión, fusión, etc.). En esta perspectiva, Torres *et al.* (2010) señala que con el fin de mitigar los diversos conflictos de esta relación, se estimulan mecanismos que favorezcan las buenas prácticas de gobierno corporativo, como la clasificación de las empresas en Brasil por la BM&FBOVESPA en tres segmentos diferentes de gobierno corporativo. Por lo tanto, y con base en lo anterior, es razonable esperar que la estructura de propiedad tiene una estrecha relación con la estructura de la deuda de empresas en Brasil.

Estructura de capital de las empresas en Brasil

La estructura de capital de las empresas se puede considerar como la parte que conforma la parte derecha de la hoja de balance, que resume las fuentes de recursos propios y de terceros (Leites, 2008). En este estudio la estructura de capital se entiende como la proporción de recursos internos y externos para financiar las actividades de las empresas. Así, para Cavalcante y Misumi (2001), además de estos recursos

clasificados como fuentes externas, destaca la existencia de los recursos internos, como las utilidades retenidas. En Assaf vista Neto (2008) la estructura de capital se caracteriza por ser una composición de las fuentes de financiación a largo plazo, lo que resulta de la deuda (pasivos) y patrimonio (patrimonio neto). En general, una empresa utiliza diversos instrumentos y mecanismos de financiamiento. Sin embargo, en comparación con el capital de terceros, que debe ser pagado a la entidad crediticia en un período futuro, el capital propio se mantiene indefinidamente (Gitman, 2004). Para este autor, las dos fuentes básicas de financiación por el capital propio se producen a través de acciones preferentes y acciones ordinarias.

Damodaran (2004) afirma que la maximización de la organización debe ser a través de la gestión de recursos a largo plazo, lo que implica decisiones de inversión, financiación y distribución de dividendos. Por lo tanto, se puede inferir que la inversión de los fondos (activos) es financiado por el capital de terceros, los pasivos corrientes y a largo plazo, y también por las acciones o participaciones (Brito, Corrar, & Batistella, 2007). Y para distinguir entre las dos categorías (deuda y capital), Damodaran (2004) dice que la diferencia consiste en los derechos sobre los flujos de efectivo de la empresa. Matias (2007) señala que en un proceso de revisión de la estructura de capital de las empresas, más si se tiene la participación de la deuda, mayor es el grado de apalancamiento financiero, lo que resulta en importancia suficiente de los niveles de rentabilidad para los accionistas. Su gran composición, sin embargo, sigue siendo un tema controvertido en la literatura de las finanzas (Brito, Corrar, & Batistella, 2007).

En este sentido, Leites (2008) afirma que Modigliani y Miller (1958) jugaron un papel importante en la teoría de las finanzas, ya que para estos autores la forma en que las empresas se financian era irrelevante para su valor. Y desde ese punto de vista, ha contribuido fuertemente a la formulación de una teoría de la estructura de capital (teoría de la irrelevancia) que contradecía la teoría existente hasta ahora (teoría tradicionalista), que defendió la tesis de una estructura óptima de capital que influyó en el valor de la empresa. Las declaraciones de Modigliani y Miller (1958), independientemente de la estructura de capital seleccionadas por el valor de la empresa de gestión, serán las mismas.

A través de los contrastes de estas proposiciones teóricas, Perobelli y Fama (2002) se refiere a los estudios históricos que contribuyeron tanto en el aspecto metodológico como en el establecimiento de los factores determinantes de la estructura de capital (Pisones *et al.*, 1974, Toy *et al.*, 1974, Scott & Martin, 1975, Stonehill *et al.*, 1975, Myers, 1984, Lumby, 1991). Con el fin de contribuir al desarrollo estructurado de conceptos y fundamentos de investigación encaminados a la consecución de las teorías que mejor expliquen la estructura de capital, Medeiros y Daher (2008) intentaron demostrar empíricamente cuál de las dos teorías, entre *Static Tradeoff Theory* (STT) e *Pecking Order Theory* (POT), aclara cómo deben organizarse las fuentes de financiación de las empresas.

Con base en esto, Matias (2007) explica que las empresas deben buscar en la STT una estructura de capital óptima para maximizar los beneficios y reducir los costos de los préstamos, que en este caso está representado por el costo de la quiebra. Frente a esta teoría se presenta la POT, que establece que una organización debe respetar una jerarquía de fuentes de financiación a largo plazo. Es decir, para especificar su estructura de capital; en primer lugar, la empresa hará uso de las utilidades retenidas, segundo préstamos y en este último recurso a la emisión de nuevas acciones. Por lo tanto, teniendo en cuenta estos argumentos, refuerza la importancia del estudio de la relación entre la estructura de propiedad y la estructura de capital de las empresas.

Relación entre la estructura de propiedad y la estructura de capital

Teniendo en cuenta el análisis de la estructura de capital de las empresas más grandes que cotizan en bolsa de Brasil, Brito, Corrar y Batistella (2007) indicaron en sus pruebas que el riesgo, el tamaño, la composición de los activos y el crecimiento son los factores determinantes que influyen. Por otra parte, para determinar la estructura de propiedad de las empresas brasileñas, Araújo Filho, Souza y Carmona (2003) demostraron que el tamaño y las características del principal accionista son los factores con mayor significación estadística para determinar el nivel de concentración de la propiedad en manos de principal accionista.

En la búsqueda de una relación entre estas dos estructuras, Schnorrenberger y Procianny (2004) identificaron una influencia estadísticamente significativa, en este caso, las variables de la estructura de control resultó significativa en las ecuaciones de regresión ajustadas por los coeficientes de deuda, mostrando influencia en las decisiones de estructura de capital. En los análisis de los autores, se concluyó que las empresas que se concentran más en la estructura de control tienden a mostrar aversión a la deuda y el riesgo financiero. Así, Han Thomsen y Pedersen (1997 *apud* Silveira, 2004) introdujeron en su estudio una variable de estructura de capital en el modelo para determinar la concentración de la propiedad en las empresas, con la perspectiva de verificar que la reducción de la concentración de la propiedad se relaciona con el incremento en el patrimonio activos netos o totales, que no fue confirmado.

Diferentes características del mercado y las empresas pueden influir en la configuración tanto de la estructura de propiedad como de la estructura de capital. Muchos son también los efectos de fenómenos tales como el gobierno corporativo y la existencia de asimetría de la información en el mercado. Según Caixe y Krauter (2013), el análisis de la propiedad y el control de la estructura de las empresas se han convertido en un tema de creciente discusión en los mercados de capital, sobre todo en países en los que la concentración de la cuota entre algunos inversores es evidente, como es el caso de Brasil. Por lo tanto, habrá un estudio en Brasil.

Metodología

Caracterización del estudio

Este estudio puede ser clasificado como exploratorio, ya que se trata de dar una mayor familiaridad con los temas de investigación: la estructura de propiedad o de la estructura de capital. Aun así, puede ser clasificado como descriptivo porque describe las características de la propiedad y el capital de las empresas brasileñas y el fenómeno de su relación. Por lo tanto, utilizamos instrumentos de la investigación bibliográfica, a partir de los libros y artículos, y la investigación documental,

a partir de los estados financieros de las empresas, para investigar la relación entre estas estructuras.

Muestra y recogida de datos

La información necesaria para el estudio fue recogida por las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores, Mercadorías y Futuro de São Paulo (BM&FBOVESPA), a partir de la base de datos Economatica®, cuya población objetivo fue trescientas setenta empresas entre el período 2008 y 2012. Esta muestra nos permite analizar los cambios en la estructura de control y propiedad de los estudios realizados en Brasil. Cabe destacar, por qué no se consideraron los datos anteriores a 2008, porque había una adopción parcial de las IFRS en Brasil y la estructura de los estados financieros se modificó sustancialmente, lo que afectaría a las estructuras de capital estimados. Así, se cuenta con una muestra final de trescientas cuarenta y dos empresas, ya que veintiocho empresas no proporcionaron los datos necesarios para el estudio.

Tratamiento y análisis de datos

La información sobre los índices de la estructura de propiedad y control, así como la estructura de capital, fue recogida en la base de datos Economatica®, una firma de consultoría que recoge y proporciona datos sobre el mercado de capitales de Brasil. Posteriormente, esta información se tabuló en una hoja de cálculo para que pudieran ser calculadas medidas estadísticas como la media, la mediana, la desviación estándar, el mínimo y el máximo para cada variable. A continuación, se utilizó el paquete estadístico *Statistical Package for the Social Sciences* (SPSS) para realizar el análisis de correlación entre las variables.

Las variables de estructura de propiedad y control consideran el porcentaje (%) que los más grandes, los tres más grandes y los cinco mayores accionistas de las empresas acumularon a lo largo de cada año (promedio anual). Tanto las acciones totales (ordinarias y preferidas) y sólo para la estructura de control de la empresa (sólo acciones comunes). En cuanto a las variables de estructura de capital utilizado en este estudio, la tabla 1 presenta su fórmula y la descripción. Se consideraron

la participación de la deuda, ya sea a corto o largo plazo, en relación con el total de activos y el patrimonio de la empresa de los accionistas.

Tabla 1 Variables estructura de capital

Índice	Fórmula	Descripción
(1) Capital de deuda sobre los recursos totales (PT/AT)	$\frac{\text{Pasivos Totales}}{\text{Activos Totales}}$	El índice de capital de deuda (PT) sobre los activos totales (AT) es el grado de endeudamiento de la empresa, es decir, revela la magnitud de los activos y derechos que están siendo financiadas por el capital de la deuda. Cuanto más alto sea el porcentaje, mayor es la deuda.
(2) Capital de deuda sobre el patrimonio (PT/P)	$\frac{\text{Pasivos Totales}}{\text{Patrimonio}}$	El índice de capital de deuda (PT) sobre el patrimonio (P) indica el porcentaje de utilización de los pasivos totales en relación con el patrimonio. Cuanto más alto sea el porcentaje, mayor es la dependencia de la deuda.
(3) Capital de deuda a corto plazo sobre los pasivos totales (DCP/PT)	$\frac{\text{Deuda a Corto Plazo}}{\text{Pasivos Totales}}$	El índice de deuda a corto plazo (DCP) sobre el capital de deuda (PT) muestra el porcentaje de las obligaciones a corto plazo en relación con la deuda total. Cuanto menor sea la mejor.
(4) Capital de deuda a largo plazo sobre los pasivos totales (DLP/PT)	$\frac{\text{Deuda a Largo Plazo}}{\text{Pasivos Totales}}$	El índice de deuda a largo plazo (DLP) sobre el capital de deuda (PT) muestra la participación porcentual de las obligaciones a largo plazo en relación con la deuda total.
(5) Capital de deuda sobre los ingresos (PT/ING)	$\frac{\text{Pasivos Totales}}{\text{Ingresos}}$	El índice de capital de deuda (PT) sobre el ingreso (ING) representa la proporción de la deuda total y los ingresos totales.

Fuente: Datos de la Investigación.

Diseño de las hipótesis de investigación

De acuerdo con el objetivo de esta investigación se estructuraron tres hipótesis de investigación que se analizan a lo largo de los resultados del análisis. La primera hipótesis se relaciona y se basa en los estudios realizados con el fin de verificar la estructura de propiedad y el

control de las empresas que cotizan en bolsa en Brasil. Según Campos (2006) las empresas que cotizan en la bolsa de valores de Brasil mostraron, durante el período comprendido entre 1998 y 2001, las características de la existencia de una concentración de control. Esto también se observó por Siqueira (1998). Así, se presenta la siguiente hipótesis:

H1: La estructura de propiedad de las empresas que cotizan en Brasil tiene una alta concentración, especialmente en relación con las acciones con derecho a voto.

La segunda hipótesis se basa en la observación de Matías (2007), establece que cuando la relación de participación en el capital de la deuda asociada con las fuentes de los activos totales (capital propio y deuda) indica el riesgo y la dependencia de la empresa frente a terceros. Además, la organización va a recurrir a la deuda, donde el costo de este proceso es inferior a la rentabilidad exigida por los accionistas, con más capital de terceros. Por lo tanto, la segunda hipótesis asume que:

H2: Las empresas que cotizan en Brasil tienen una mayor dependencia del capital de terceros de lo capital propio.

La tercera hipótesis se relaciona con la asociación directa entre la concentración de la propiedad y la deuda total. Esta suposición se basa en la afirmación de Carvalho-da-Silva (2002), interpretando a la gran concentración de control está vinculado a una deuda alta, ya que los inversores exigen una mayor rentabilidad debido a la posibilidad de expropiación y, por tanto, la fuente de fondos para la financiación de las inversiones sería a través de la emisión de deuda. A continuación, la última hipótesis sugiere que:

H3: El endeudamiento de las empresas que cotizan en Brasil se asocia positivamente con el grado de concentración de propiedad.

Resultados

La estructura de propiedad de las empresas públicas en Brasil parece estar concentrada, ya que en promedio el mayor accionista posee

45,56% de los derechos sobre el flujo de caja, como se muestra en la tabla 2. Al comparar al trabajo Araújo Filho, Souza y Carmona (2003), que encontró en su investigación entre los años 1997 a 2001, la participación del principal accionista en el capital social en ese período fue de 48,90%, y se puede ver una pequeña disminución de un período a otro.

Existe concentración de propiedad sobre todo teniendo en cuenta el total acumulado de los tres mayores accionistas, el grupo tuvo un promedio de 64,55% del total de acciones. Mientras que en la investigación de Campos (2006), en el período de 1998 a 2001, fue reportado un porcentaje de 81,39%. También se puede notar una tendencia a la baja en este período. El porcentaje sigue siendo elevado.

Al mirar las estadísticas de los tres mayores accionistas, se puede notar una diferencia significativa en comparación con el principal accionista. Para esta categoría, la medición de la posición central (mediana) fue 65,38% en el período, alcanzando un acercamiento con su promedio. También mostró una alta dispersión (desviación estándar), de 24,60%, en comparación con el promedio del mayor accionista.

Es de destacar también que la media de los cinco mayores inversores en el período fue de 71,07%, y señaló que sólo cinco accionistas en el mercado brasileño en conjunto, en promedio, más de siete de diez de acciones de la compañía, lo que indica una alta concentración de propiedad. Hubo una tendencia creciente en el período, dado el 70,31% desde el inicio del análisis 2008. Además, la Tabla 4.1 muestra el promedio de 45,56% de los derechos de flujo de caja de los accionistas más grandes de la muestra total, que confirma la evidencia de Silva (2010), cuando estos datos revelan que, en promedio, la organización se apodera de recursos por parte del mercado de valores en general, sin sus grandes accionistas que tienen el riesgo de perder el control de la empresa.

Solamente con respecto a las acciones ordinarias, la concentración media de los mayores derechos de voto de los accionistas es 56,75% de la muestra total, de acuerdo con la Tabla 3 que muestra que, en promedio, las empresas encuestadas estaban bajo el control mayoritario durante el 2008 y el 2012. Observando el comportamiento estadístico de la estructura de control, se puede ver que el mayor accionista poseía más del 50% de común todos los años, lo que confirma Carvalhal-da-Silva

(2002) y Silva (2010), lo que indica que el inversor tiene poder influir en las decisiones de la organización y también la eficiencia del mercado de control corporativo.

Durante el período 2008 – 2012, la media de los cinco mayores accionistas mostró un capital común de 88,11%, casi el nueve de diez del capital ordinario a disposición por la empresa, que se concentra en manos de unos pocos inversores.

Tabla 2. Estadísticas descriptivas de estructura de propiedad (%), 2008 – 2012

Accionistas	2008	2009	2010	2011	2012	En el Período
Panel A: mayor accionista						
Media	46,42	44,71	47,31	45,97	43,40	45,56
Mediana	45,22	41,62	45,38	44,12	36,98	42,66
Desviación estándar	24,60	23,36	25,53	24,93	24,56	24,60
Máximo	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Mínimo	6,40	6,39	5,72	3,54	3,60	3,54
Panel B: tres mayores accionistas						
Media	64,33	63,62	66,30	64,68	63,80	64,55
Mediana	64,91	62,96	67,54	65,87	65,64	65,38
Desviación estándar	22,42	21,05	24,08	23,66	23,21	36,01
Máximo	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Mínimo	6,40	8,43	13,32	4,37	3,60	3,60
Panel C: cinco mayores accionistas						
Media	69,11	68,82	70,41	69,64	69,16	69,43
Mediana	70,31	70,75	71,55	71,44	71,31	71,07
Desviación estándar	20,49	19,17	22,06	22,13	21,43	21,06
Máximo	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Mínimo	6,40	8,43	13,50	4,37	3,60	3,60

Fuente: Datos de la Investigación.

Tabla 3. Estadísticas descriptivas de estructura de control (%) 2008 – 2012

Accionistas	2008	2009	2010	2011	2012	En el Período
Panel A: Mayor accionista						
Media	59,29	56,43	56,92	56,91	54,21	56,75
Mediana	58,57	57,70	58,20	58,63	54,37	57,49
Desviación estándar	26,98	26,56	27,46	27,44	26,59	27,00
Máximo	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Mínimo	6,40	6,39	3,40	3,54	6,59	3,40
Panel B: Tres mayores accionistas						
Media	77,70	75,34	75,70	75,91	75,09	75,95
Mediana	85,72	78,71	84,56	84,49	80,70	82,84
Desviación estándar	22,26	22,05	24,09	23,33	23,39	23,02
Máximo	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Mínimo	6,40	8,43	6,04	4,37	12,92	4,37
Panel C: Cinco mayores accionistas						
Media	81,75	79,76	79,21	80,11	79,48	80,06
Mediana	89,78	85,75	89,34	88,36	87,32	88,11
Desviación estándar	19,59	19,36	21,99	20,93	21,01	20,58
Máximo	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Mínimo	6,40	8,43	6,09	4,37	12,92	4,37

Fuente: Datos de la investigación.

Al comparar analíticamente esta evidencia con Campos (2006), el accionista mayoritario presentaba durante el período de 1998 a 2001, una participación del 61,01%, lo que muestra que en el período de estudio (2008 – 2012) se produjo una disminución en promedio 4,26% del capital votante.

Para la clasificación de las empresas en grupos, teniendo en cuenta el grado de concentración de las acciones, se utilizaron los propuestos por Thomsen y Pedersen (1977 *apud* Smith, 1998). En la tabla 4 se

considera el mayor accionista con la propiedad y el control en 2012, el último año del período de presentación de informes, se observa que las trescientas cuarenta y dos empresas que operan con los datos disponibles mostraban características de accionistas equilibrados en la categoría dominante 40,16% y mayoría 42,82%, lo que no ocurre con la primera categoría que mostró 17,02% de las empresas con propiedad dispersa.

Tabla 4. Empresas con concentración de propiedad y control 2008 – 2012

Mayor Accionista (N)	Dispersa (Hasta 20%)	Dominante (Entre 20% y 50%)	Mayoritaria (Arriba de 50%)
Propiedad (todas las acciones)	58	137	147
	17,02%	40,16%	42,82%
Control (acciones ordinarias)	43	105	196
	12,50%	30,58%	56,92%

Fuente: Datos de la investigación.

De acuerdo con la clasificación, el 56,92% de las empresas tenía accionistas que poseían más del 50% del capital votante, confirmando una vez más que las empresas tienen un alto volumen de capital concentrado en las manos de un solo accionista. En la categoría dominante, 30,58% de las empresas tenía el mayor accionista con participación entre el 20% y el 50% de las acciones con derecho a voto. Como corresponde a propiedad dispersa, sólo el 12,50% de las empresas mostró esta característica.

En Brasil, la BM&FBOVESPA clasifica las empresas en tres diferentes niveles de gobierno corporativo: Nivel 1, Nivel 2 y Nuevo Mercado (BM&FBOVESPA, 2014). Tienen, en ese orden, el aumento del grado de prácticas de gobierno diferenciadas, que tienden a reducir sus problemas de agencia. Uno de los requisitos del Novo Mercado es que la empresa tiene una flotación libre, mínimo, del 25% de sus acciones o, al menos, esa proporción de sus acciones se comercializan en el mercado, es decir, no se concentra (Bridger, 2006).

Cuando este estudio clasifica a las empresas por los niveles diferenciados de gobierno corporativo, hay una concentración de la propiedad por el accionista mayoritario en el segmento tradicional con un pro-

medio de 54,41%, frente al Nivel 1 (34,67%), Nivel 2 (38,78%) y Nuevo Mercado (35,54%), como se muestra en la tabla 5. Con base en el porcentaje de derechos de voto, el NM mostró 35,54%, el tradicional fue 62,54%, el Nivel 1 fue 61,81% y el Nivel 2 fue 62,76% de concentración. Cabe señalar que la tendencia de la dispersión de las empresas de Nuevo Mercado no ocurre con los datos de los mayores accionistas, dado que el N1 no tiene este requisito y tiene una menor concentración.

Tabla 5. Estadísticas descriptivas de las prácticas de gobierno corporativo diferenciadas (%) 2008 – 2012

Accionistas	Tradicional	Nivel 1	Nivel 2	Nuevo Mercado
Panel A: Mayor accionista – propiedad				
Media	51,41	34,67	38,78	35,54
Mediana	53,05	35,36	30,97	29,32
Desviación estándar	25,42	14,36	23,52	20,97
Máximo	100,00	65,92	100,00	100,00
Mínimo	3,60	7,21	15,81	3,54
Panel B: Mayor accionista – control				
Media	62,54	61,81	62,76	35,54
Mediana	62,72	60,57	59,45	29,32
Desviaciones- tándar	26,13	23,16	22,69	20,97
Máximo	100,00	99,92	100,00	100,00
Mínimo	3,40	11,82	22,65	3,54

Fuente: Datos de la investigación.

Aún dirigida a la estructura de control, se analizó la participación del mayor accionista poseedor de título con derecho a voto en los distintos sectores económicos de la actividad empresarial, como lo muestran los porcentajes en la tabla 6. Teniendo en cuenta el promedio de los sectores es posible observar que las organizaciones, en promedio, tienen una concentración más alta de poder de decisión en manos de un único accionista en los sectores de energía eléctrica con porcentaje de 73,09% y 77,30% de las telecomunicaciones. Frente a la distribución

porcentual de Campos (2006) hubo un aumento en la concentración de control en el sector de energía eléctrica (6,56%) y telecomunicaciones (18,85%). Además, hubo un aumento en el control de las tasas de interés en los sectores de acero y metales (60,15%), e industria textil (51,94%), que durante los años 1998 a 2001, lo que representa 41,61% y 44,96%, respectivamente.

Tabla 6. Estadísticas descriptivas del control del mayor accionista, por sectores (%) 2008 – 2012

Sectores	Media	Mediana	Desviación estándar	Máximo	Mínimo
Telecomunicaciones	77,30	89,23	22,48	18,45	100,00
Agricultura y pesca	65,93	86,59	27,41	29,27	88,17
Energía eléctrica	73,09	70,38	19,66	24,08	100,00
Química	69,78	65,36	21,87	16,92	99,02
Alimentos y bebidas	58,32	65,30	20,26	3,40	100
Petróleo y gas	62,86	60,24	17,80	35,26	87,87
Acero y metalurgia	60,15	58,44	30,62	14,69	99,99
Transporte y servicios	58,06	56,81	31,40	12,18	100,00
Industria textil	51,94	54,81	25,71	8,96	97,59
Minería	45,01	52,70	11,95	29,99	58,57
Pulpa y papel	54,14	51,70	27,07	17,43	100,00
Maquinaria industrial	43,09	50,94	15,36	13,78	58,20
Vehículos y piezas	49,27	50,22	24,97	6,77	99,81
Otros	49,83	49,82	28,76	3,54	100,00
Construcción	48,47	49,38	24,68	5,10	100,00
Electrónica	50,46	49,07	24,00	10,65	94,01
Finanzas y seguros	37,69	46,04	23,18	6,39	59,45
Comercio	39,52	26,21	23,49	11,04	98,32
Minerales no metales	36,06	24,65	20,92	15,26	62,72
Software y datos	36,12	23,21	20,75	16,74	61,71

Fuente: Datos de la investigación.

En lo que respecta a la media y de acuerdo con la clasificación resumida en la tabla 6, se destaca la presencia de un accionista mayoritario con propiedad de acciones por encima del 50% en los sectores de telecomunicaciones, agricultura y pesca, energía eléctrica, química, alimentos y bebidas, petróleo y gas, acero y metalurgia, transporte y servicios, industria textil, minería, pulpa y papel, maquinaria industrial y de vehículos y piezas. De acuerdo con el porcentaje, los otros sectores caen dentro del grupo dominante (entre 20% y 50%).

El análisis proporciona una conclusión importante: las empresas brasileñas que cotizan en bolsa tienen una estructura de propiedad concentrada de manera significativa en las manos del accionista mayoritario y, aún más, de los tres y los cinco mayores accionistas. Por lo tanto, la hipótesis 1 se puede confirmar, ya que a partir del resultado se reconoce la estructura de propiedad de las empresas brasileñas todavía con una alta concentración, especialmente en relación con las acciones con derecho a voto.

En cuanto a las relaciones de la estructura de capital, se consideró la medida de la posición central (mediana), ya que la media está siendo influenciada por los valores extremos, lo que socava la realidad del porcentaje del período. En cuanto a su análisis descriptivo, se puede ver que el monto de la deuda de la participación en el capital de la deuda de los recursos totales resultó en el período equivalente a 60,65% (mientras que el uso de capital fue de 39,35%). Se puede inferir que las empresas están utilizando más capital de la deuda que el capital propio para financiar sus activos.

En cuanto al grado de endeudamiento, los indicadores sugieren que las empresas están altamente apalancadas. La situación de las empresas en 2008 mostró una tasa de 135,40%, que libera el exceso de deuda en relación con el patrimonio. Durante las oscilaciones del período no hubo una disminución en el uso del cargo a revelar directamente la mayor dependencia del capital de la deuda de las empresas. Así que ya que estas empresas tienen una alta utilización de la deuda se puede decir que son apalancadas, ya que según Matías (2007) en un análisis de la estructura de capital es importante tener en cuenta los ratios de capital de la deuda en su estructura, porque cuanto más alto es mayor la proporción de la cantidad de apalancamiento.

Tabla 7. Estadísticas descriptivas de la estructura de capital (%) 2008 – 2012

Índices	2008	2009	2010	2011	2012	En el Período
Panel A: Pasivos totales / Activos totales						
Media	207,31	254,80	71,13	173,76	166,16	174,63
Mediana	63,67	58,82	55,89	60,40	62,53	60,65
Desviación	2.069,21	2.979,14	151,80	1.154,44	1.062,70	1.839,68
Panel B: Pasivos totales / Patrimonio						
Media	192,10	159,80	173,00	189,19	198.590,19	39.860,86
Mediana	135,40	110,18	116,02	126,98	135,43	124,28
Desviación	929,43	379,99	691,19	1.070,51	4.265.295,85	1.858.865,57
Panel C: Deuda a corto plazo / Pasivos totales						
Media	44,05	41,07	36,12	42,54	39,58	40,67
Mediana	36,19	33,58	31,71	39,47	31,59	34,80
Desviación	31,07	30,05	26,49	28,81	27,61	29,12
Panel D: Deuda a largo plazo / Pasivos totales						
Media	55,95	58,93	63,88	57,46	60,42	59,33
Mediana	63,81	66,42	68,29	60,53	68,41	65,20
Desviación	31,07	30,05	26,49	28,81	27,61	29,12
Panel E: Pasivos totales / Ingresos						
Media	26.380,16	28.018,51	37.636,81	38.821,68	38.690,24	33.909,48
Mediana	100,14	97,58	93,48	101,32	98,15	98,35
Desviación	398.019,48	425.855,44	496.071,57	500.817,93	556.908,31	474.472,47

Fuente: Datos de la investigación.

Con respecto a la composición de la deuda cada año, es esencialmente equilibrado, ya que en 2008 mostró una tasa de 36,19%, y el período de evaluación 34,80% de acuerdo con la tabla 7. Estos índices informan que pocas empresas utilizan la deuda a corto plazo, teniendo así más tiempo para generar el mismo dinero en efectivo a tiempo para cumplir con sus compromisos.

Con base en el porcentaje de panel D de la tabla 6, se puede observar que existe una concentración de deuda a largo plazo siendo notable en 2010 cuando el porcentaje era de 68,29%. En 2011 se redujo a 60,53%, pero en 2012 ascendió a 68,41%. Una probable explicación de esta concentración puede ser la reducción de la rotación de las existencias, después de la crisis de 2008 en Estados Unidos. Esto se puede comprobar por la puntuación del Índice Bovespa (Ibovespa), que era casi 73.000 en 2008 y en 2012 llegó a 48.000.

La relación entre los pasivos totales y los ingresos tiene una mediana de 98,35% en el período, lo que muestra el valor de la deuda con terceros casi igual a los ingresos de la compañía. Por lo tanto, la hipótesis 2 no puede ser rechazada, ya que desde el punto de vista financiero, los índices mostraron valores de capital de deuda más altos que la equidad y también con casi el mismo valor de los ingresos del período.

Además de examinar la estructura de propiedad y la estructura de capital de las empresas, se realizó un análisis de correlación de Spearman para verificar el grado de relación entre estas variables, como se muestra en la tabla 8.

Tabla 8. Matriz de correlación entre la estructura de propiedad y la estructura de capital 2008 – 2012

Variables	Propiedad	Control	PT/AT	PT/P	DCP/PT	DLP/PT
Control	0,786**					
PT/AT	-0,017	0,021				
PT/P	0,054**	0,049*	0,376**			
DCP/PT	-0,094**	-0,105**	0,036	-0,190**		
DLP/PT	0,094**	0,105**	-0,036	0,190**	-1,000**	
PT/IND	0,015	-0,006	0,454**	0,120**	-0,182**	0,182**

Notas: Control se refiere al que se ejerce sobre las acciones ordinarias; PT: pasivos totales; AT: activos totales; P: patrimonio; DCP: deuda a corto plazo; DLP: a largo plazo; IND: ingresos; ** cuando es significativo al 1% y * cuando es significativo al 5%.

Fuente: Datos de la investigación.

Cuando se analizaron los indicadores de concentración de la propiedad de todas las acciones, se encontró una fuerte correlación con la

variable de control, ya que el coeficiente de correlación (0,786) es significativo (próximo al 1%), lo que indica que, en promedio, las empresas tienen más acciones ordinarias que preferentes, y que las acciones ordinarias tienen concentración similar al total de acciones.

Para la concentración de la propiedad y la proporción de deuda a capital, hubo una correlación positiva (0,054) y significativa (al 1%), lo que corrobora la idea de que las empresas donde se define la concentración de la propiedad y el control tienden a presentar un mayor uso de capital de la deuda como fuente de financiamiento. Al evaluar la variable DCP/PT, el coeficiente de correlación fue negativo (-0.094) y significativo, es decir, la estructura de propiedad es adverso a la deuda a corto plazo, por lo que las empresas recurren a la deuda a largo plazo.

La concentración del control y la proporción de deuda a capital también siguen el mismo sentido de la estructura de propiedad, ya que había una correlación positiva (0,049), lo que indica que cuanto mayor es la concentración del control, es la mayor utilización de capital importante por el accionista tercero como fuente de financiamiento. Sin embargo, la evaluación de la variable DCP/PT, el coeficiente de correlación fue negativo (-0.105), es decir, la estructura de control es contrario a la deuda a corto plazo, por lo que las compañías recurren la deuda a largo plazo. Teniendo en cuenta estos aspectos, la hipótesis 3 no puede ser rechazada, ya que los índices muestran que el endeudamiento de las empresas se asocia positivamente con el grado de concentración de la propiedad.

Consideraciones finales

Este estudio tuvo como objetivo investigar la relación entre la estructura de propiedad y la estructura de capital de las empresas en el mercado de valores de Brasil entre 2008 y 2012. Para lograr este objetivo se establecieron tres hipótesis de investigación.

El caso de la estructura de propiedad de las empresas brasileñas, al ser observada por primera vez todavía tenía altas concentraciones, especialmente en relación con las acciones con derecho a voto. El resultado marcó un porcentaje de 45,56% para el mayor accionista con propiedad, lo que demuestra el grado de concentración. Con base en el

capital votante, el comportamiento de la estructura corporativa de las empresas públicas brasileñas también presentó una realidad de la alta concentración de los derechos de voto; en el período de 56,75%.

La segunda hipótesis examinaba si las empresas que cotizan en bolsa en Brasil presentaban más dependencia del capital de terceros que de capital propio. El porcentaje de la estructura de capital indicó que están utilizando más fuente de fondos de terceros que propios para financiar sus actividades, y que dichas deudas con los acreedores se centran en mayor proporción en el largo plazo. El análisis también advierte que el indicador de los pasivos totales llegó a equiparar con los ingresos totales de la firma.

Por último, la tercera hipótesis evaluó si el endeudamiento de las empresas se asocia positivamente con el grado de concentración de la propiedad. Los resultados indicaron que existe una relación significativa entre la concentración (propiedad y control) y las variables de deuda. Además, la evidencia directa de la existencia de la relación entre la concentración de la propiedad y las variables de control y de deuda en relación con el patrimonio, así como la deuda a corto y largo plazo. Por lo tanto, se considera estadísticamente que el crecimiento del grado de propiedad y control se relaciona en la misma dirección de endeudamiento. Con respecto a la deuda a corto plazo, la relación fue negativa, revelando la aversión de las empresas para las obligaciones a corto plazo, en las deudas de retorno se centran positivamente en el largo plazo.

Por lo tanto, vale la pena señalar las limitaciones de este estudio, que se refieren a la base de datos utilizada, ya que había una falta de información sobre algunas empresas durante el período de análisis. Tampoco cabe excluir las limitaciones en el método de análisis. Por lo tanto, este estudio es sólo un pedazo de la realidad y no debe ser considerado como estándar para el mercado brasileño.

Referencias

- ALBANEZ, T., & Valle, M. R. (2009). Impactos da assimetria de informação na estrutura de capital de empresas brasileiras abertas. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(51), 6-27.

- ASSAF NETO, A. (2008). *Finanças Corporativas e Valor*. 3. ed. São Paulo: Atlas.
- ARAÚJO FILHO, L. F. C., Souza, H. R.; & Carmona, C. M. U. (2003). A estrutura de propriedade das empresas de capital aberto no Brasil e os fatores determinantes da concentração acionária. In: Encontro Brasileiro de Finanças, 3, São Paulo.
- BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo. (2014). *Comparativo dos Segmentos de Listagem*. Recuperado de: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/o-que-sao-segmentos-de-listagem.aspx?Idioma=pt-br>. Acesso em: 08 jan. 2014.
- BRASIL. (1976). *Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações*. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm. Acesso em: 18 jan. 2014.
- BRIDGER, G. V. (2006). *Governança Corporativa e os Efeitos da Adesão a Níveis Diferenciados de Governança sobre o Valor no Mercado de Capitais Brasileiro*. Dissertação de Mestrado, Fundação Getúlio Vargas.
- BRITO, G. A. S., Corrar, L. J., & Batistella, F. D. (2007). Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18(43), 9-19.
- BODIE, Z., & Merton, R. C. (2002). *Finanças*. 2. ed. Porto Alegre: Bookman.
- CAIXE, D. F., Krauter, E. (2013). A Influência da Estrutura de Propriedade e Controle sobre o valor de Mercado Corporativo no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 24(62), 142-153.
- CAMPOS, T. L. C. (2006). Estrutura de propriedade e desempenho econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil. *Revista de Administração da USP*, 12(4), 369-380.
- CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. (2002). A influência estrutura de controle e propriedade no valor, estrutura de capital e política de dividendos das empresas brasileiras. Tese de doutorado, Universidade Federal do Rio de Janeiro.
- CAVALCANTE FILHO, F., & Misumi, J. Y. (2001). *Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Campus.

- DAMI, A. B. T., Rogers, P., & Ribeiro, K. C. S. (2007). Estrutura de propriedade no Brasil: evidências empíricas no grau de concentração acionária. *Contextus – Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, 5(2), 21-30.
- DAMODARAN, A. (2004). *Finanças Corporativas: teoria e prática*. 2. ed. Porto Alegre: Bookman.
- GITMAN, L. J. (2004). *Princípios de Administração Financeira*. 10. ed. São Paulo: Pearson Addison Wesley.
- IFRS FOUNDATION. (2011). *Near final draft: International Financial Reporting Standard – IFRS 10*. Consolidated Financial Statements. London: IFRS.
- KIEKOW, S. R. (2013). *A relação entre a estrutura de propriedade e o conselho de administração nas instituições financeiras brasileiras*. Dissertação de Mestrado, Universidade Federal do Rio Grande do Sul.
- JENSEN, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), p. 86-131.
- LA PORTA, R., Lopez de Silanes, F., Shleifer A., & Vishny, R. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106, 1113- 1155.
- LEAL, R. P. C., Silva, A. L. C., & Valadares, S. M. (2002). Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração Contemporânea*, 6(1), 7-18.
- LEITES, E. T. (2008). *Juros sobre o capital próprio: a influência na formação da estrutura de capital nas empresas brasileiras listadas na Bovespa*. Dissertação de Mestrado, Universidade do Vale do Rio dos Sinos.
- MATIAS, A. B. (2007). *Finanças corporativas de longo prazo: criação de valor com sustentabilidade financeira*. São Paulo: Atlas.
- MATOS, A. P., Sêrro, S., & Correia, T. (2007). A estrutura de propriedade como determinante da estrutura de capital: aplicação prática nas empresas familiares portuguesas. Disponível em: <http://www.dosalgarves.com/revistas/N16/Completo16.pdf>. Acesso em: 19 out. 2013.
- MEDEIROS, O. R., & Daher, C. E. (2008). Testando teorias alternativas sobre a estrutura de capital nas empresas brasileiras. *Revista de Administração Contemporânea*, 12(1), 177-199.

- MODIGLIANI, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), p. 261-297.
- OKIMURA, R. T., Silveira, A. D. M., Rocha, K. C. (2007). Estrutura de Propriedade e Desempenho Corporativo no Brasil. *RAC-Eletrônica*, 1(1), 119-135.
- PEROBELLI, F. F. C., & Famá, R. (2002). Determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. *Revista de Administração da USP*, 37(3), 33-46.
- SCHNORRENBARGER, A., & Procianny, J. L. (2004). A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras. *Revista Brasileira de Economia*, 58(1), 121-146.
- SILVA, E. C. (2010). *Governança Corporativa nas Empresas: Guia Prático de Orientação para Acionistas, Investidores, Conselheiros de Administração, Executivos, Gestores, Analistas de Mercado e Pesquisadores*. 2. ed. São Paulo: Atlas.
- SILVEIRA, A. D. M. (2004). *Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: determinantes e relação com o desempenho no Brasil*. Tese de doutorado, Universidade de São Paulo.
- SILVEIRA, A. D. M., Barros, L. A. B. C., & Famá, R. (2008). Atributos corporativos e concentração acionária no Brasil. *Revista de Administração de Empresas*, 48(2), 51-66.
- SIQUEIRA, T. V. (2014). Concentração da Propriedade nas Empresas Brasileiras de Capital Aberto. 1998. Disponível em: http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev1002.pdf. Acesso em: 07 jan. 2014.
- SOARES, R. O., Kloeckner, G. O. (2006). *Relações entre estrutura de propriedade e estrutura de capital no Brasil*. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/ocs/index.php/ebf/6EBF>. Acesso em: 04 set. 2013.
- TORRES, D., Bruni, A., Leal; Rivera-Castro, M. A., & Martinez, A. L. (2010). Estrutura de Propriedade e Controle, Governança Corporativa e o Alisamento de Resultados no Brasil. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 1(13), 11-34.
- VALADARES, S., & Leal, R. Ownership and Control Structure of Brazilian Companies. *Abante*, 3(1), 29- 56.