



UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ

FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, ATUÁRIA E CONTABILIDADE

PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO E CONTROLADORIA

MESTRADO ACADÊMICO EM ADMINISTRAÇÃO E CONTROLADORIA

THICIA STELA LIMA SAMPAIO

ESTRUTURA DE CAPITAL, GOVERNANÇA CORPORATIVA E CONCENTRAÇÃO DE  
PROPRIEDADE DAS EMPRESAS BRASILEIRAS

FORTALEZA – CEARÁ

ABRIL DE 2022

THICIA STELA LIMA SAMPAIO

ESTRUTURA DE CAPITAL, GOVERNANÇA CORPORATIVA E CONCENTRAÇÃO DE  
PROPRIEDADE DAS EMPRESAS BRASILEIRAS

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Administração e Controladoria da Universidade Federal do Ceará, como parte dos requisitos para obtenção do título de Mestre em Administração e Controladoria. Área de concentração: Contabilidade, Controladoria e Finanças.

Orientador: Prof. PhD. Vicente Lima Crisóstomo

FORTALEZA – CEARÁ

ABRIL DE 2022

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação  
Universidade Federal do Ceará  
Biblioteca Universitária

Gerada automaticamente pelo módulo Catalog, mediante os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

---

S186e Sampaio, Thicia Stela Lima.  
ESTRUTURA DE CAPITAL, GOVERNANÇA CORPORATIVA E CONCENTRAÇÃO DE  
PROPRIEDADE DAS EMPRESAS BRASILEIRAS / Thicia Stela Lima Sampaio. – 2022.  
155 f. : il. color.

Dissertação (mestrado) – Universidade Federal do Ceará, Faculdade de Economia, Administração,  
Atuária e Contabilidade, Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria, Fortaleza, 2022.  
Orientação: Prof. Dr. Vicente Lima Crisóstomo.

1. Estrutura de capital. 2. Governança Corporativa. 3. Concentração de propriedade. 4. Dívida subsidiada.  
I. Título.

CDD 658

---

THICIA STELA LIMA SAMPAIO

ESTRUTURA DE CAPITAL E GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS EMPRESAS  
BRASILEIRAS

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Administração e Controladoria da Universidade Federal do Ceará, como parte dos requisitos para obtenção do título de Mestre em Administração e Controladoria. Área de concentração: Contabilidade, Controladoria e Finanças.

Orientador: Prof. PhD. Vicente Lima Crisóstomo

Aprovado em: 08 /abril / 2022

BANCA EXAMINADORA:

---

Prof. Dr. Vicente Lima Crisóstomo (Orientador)  
Universidade Federal do Ceará (UFC)

---

Prof. Dr. Daniel Barboza Guimarães (Membro interno)  
Universidade Federal do Ceará (UFC)

---

Prof. Dr. Igor Bernardi Sonza (Membro externo)  
Universidade Federal de Santa Maria (UFSM)

---

Prof. Dr. Isac de Freitas Brandão (Membro externo)  
Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia do Ceará (IFCE)

A Deus.

Aos meus pais, Pedro Ciro e Stela Sampaio,  
amo vocês.

## AGRADECIMENTOS

Ao Prof. Dr. Vicente Crisóstomo, pela excelente orientação, disposição de tempo e apoio emocional, mantendo sempre o zelo e o rigor na pesquisa para a constante melhoria e aprofundamento do trabalho.

Aos professores participantes da banca examinadora Igor Bernardi Souza, Daniel Barboza Guimarães e Isac de Freitas Brandão pelo tempo e valiosas colaborações e sugestões.

Aos demais professores do Programa de Pós-graduação em Administração e Controladoria da Universidade Federal do Ceará, que me ajudaram a evoluir como pesquisadora, discente e docente.

Aos colegas da turma de mestrado mediante as oportunas reflexões em sala de aula, e parcerias em trabalhos, em especial aos colegas Rubens Carlos Rodrigues e Alan Bandeira, os quais me acolheram em momentos de angústia, e estiveram comigo nessa incrível e exaustiva jornada, me motivando para buscar e alcançar o meu melhor.

A mim mesma por não ter sucumbido as pressões externas em momento tão peculiar do mundo com a pandemia sanitária da COVID-19 desde o início de 2020, e tendo, em meio a isso, lidar com questões pessoais de saúde de natureza crônica degenerativa, que levaram meu corpo ao limite, e que me desafiam constantemente e lapidam minha resiliência.

À CAPES, pelo apoio financeiro com a manutenção da bolsa de auxílio durante grande parte dessa jornada.

“Só há uma coisa na vida que precisamos aprender, e ninguém ensina isso nas escolas: a capacidade de suportar” (HOSSEINI, 2007)

## RESUMO

A estrutura de capital guarda uma estreita relação com a política de financiamento, e com a política de investimento, e reflete a diversidade de dívidas da empresa, expondo ao mercado a situação e o nível de endividamento das empresas. Por sua vez, a Governança Corporativa visa a proteção da propriedade dos acionistas, a redução dos conflitos de agência, das assimetrias de informações entre firma e mercado, riscos, além da geração de valor para as empresas. A estrutura de propriedade, no que tange principalmente ao nível de concentração de propriedade, pode impactar o endividamento das empresas devido a presença dos efeitos: da substituição, do alinhamento, do entrincheiramento e da expropriação. Esta pesquisa tem como objetivo geral investigar a influência da adoção de práticas de Governança Corporativa e do nível de concentração de propriedade sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras. A amostra é composta por 148 das empresas brasileiras de relevante liquidez de suas ações no mercado brasileiro. O período analisado é de 2010 a 2019. Estruturou-se um painel com 1.408 observações. Foram investigados o endividamento total, de longo prazo, de curto prazo e subsidiado sob o método de Mínimos Quadrados Generalizados e regressão logística. A Governança Corporativa foi investigada mediante um robusto Índice de Governança Corporativa, composto de 28 práticas subdivididas em sete dimensões da Governança Corporativa. A concentração de propriedade foi investigada perante o quantitativo de ações com direito a voto dos cinco maiores acionistas das empresas. Com base nos resultados das análises estatísticas descritivas e inferenciais, a maior adoção de práticas de Governança Corporativa não influencia a elevação do nível de endividamento e sim a sua redução, inclusive a redução do endividamento subsidiado. As únicas dimensões de práticas de Governança Corporativa que apresentaram relação positiva foram as relativas a: i) Fiscalização e Controle, e ii) Diretoria executiva. Por outro lado, a concentração de propriedade parece ser efetivamente importante para a dívida da empresa, sendo o efeito diferente para dívida privada e dívida subsidiada. Embora pareça haver uma relação em forma de U invertido entre concentração de propriedade e dívida da empresa, o quadro é o oposto quando se leva em conta a dívida subsidiada que parece ser favorecida por níveis mais altos de concentração de propriedade.

**Palavras-chaves:** Estrutura de capital. Governança Corporativa. Concentração de propriedade. Dívida subsidiada.

## ABSTRACT

Firm capital structure is related to firm financing and investment policies, and reflects firm debt diversity, exposing the firm situation and level of indebtedness to the market. In turn, corporate governance aims to protect shareholders, reduce agency conflicts, minimize information asymmetry between firm and market, and improve firm value. Ownership concentration is proposed as able to impact firm debt level considering that there are firm ownership characteristics that may matter for distinct effects: substitution, alignment of interests, entrenchment and expropriation. The objective of this research is to investigate the influence of the adoption of corporate governance practices and ownership concentration on the capital structure of Brazilian companies, taking into account private debt and subsidized debt. The sample is composed of 148 Brazilian companies with highest liquidity in the Brazilian market in the period 2010-2019. A panel data with 1,408 firm-year observations was structured. Models are estimated using the Generalized Least Squares for panel data and Logistic regression. Corporate governance was proxied by a Corporate Governance Index that comprises 28 practices spread in seven Corporate Governance dimensions. Ownership concentration was proxied by the proportion of firm voting shares held by the first up to the fifth largest shareholders. The results show the greater adoption of Corporate Governance practices does not positively influence firm the level of debt, contrary to expectations. More detailed investigation showed that specific Corporate Governance dimensions seem to favor firm debt, this is the case of practices related to “Inspection and Control”, and to “Executive Board”. On the other hand, ownership concentration seems to effectively matter for firm debt, being the effect different for private debt and subsidized debt. While there seems to be an inverted U-shaped relation between ownership concentration and firm debt, the picture is the opposite when taking into account subsidized debt that appears to be favored by higher levels of ownership concentration.

**Keywords:** Capital structure. Corporate governance. Ownership concentration. Subsidized debt.

**LISTA DE SIGLAS**

AGO – Assembleia Geral Ordinária

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

B3 – Brasil Bolsa Balcão

CA – Conselho de Administração

CEO – *Chief Executive Officer*

Copom – Comitê de Política Monetária

CPC – Comitê de Pronunciamentos Contábeis

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

EUA – Estados Unidos da América

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

IPCA – Índice de Preços ao Consumidor Amplo

IPO – *Initial Public Offering*

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico

SELIC – Sistema Especial de Liquidação e Custódia

TJLP – Taxa de juros de longo prazo

TLP – Taxa de longo prazo

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Comparativo entre a Taxa Real de Juros e a TLP. ....	31
Gráfico 2 – Quantitativo de empresas por setor de atividade econômica. ....	70
Gráfico 3 – Média do EndTOTAL - por ano e no período.....	72
Gráfico 4 – Média do EndLP - por ano e no período. ....	72
Gráfico 5 – Média do EndCP - por ano e no período.....	73
Gráfico 6 – Média do EndSUB (com as 1.408 observações) - por ano e no período.....	74
Gráfico 7 – Média do EndSUB (com 151 observações) - por ano e no período. ....	76
Gráfico 8 – Média de Índice de Governança Corporativa (IGC) no período <i>versus</i> média do IGC (por ano).....	80
Gráfico 9 – Média dos subíndices que compõem o Índice de Governança Corporativa (IGC) (no período e por ano do período). ....	81
Gráfico 10 – Média da concentração de propriedade no período <i>versus</i> a média anual. ....	85
Gráfico 11 – Comparativo da média do IGC com os índices de endividamento (por ano). ...	86
Gráfico 12 – Relação linear do IGC, DNDif e DNM com o EndTOTAL e EndLP e do DNM com o EndSUB. ....	102
Gráfico 13 – Relação não monotônica em U invertido da concentração de propriedade com o EndTOTAL e EndLP. ....	110
Gráfico 14 – Relação em formato de U da concentração de propriedade com o EndSUB. ...	112

**LISTA DE QUADROS**

Quadro 1 – Variáveis dependentes aplicadas aos modelos econométricos. ....	57
Quadro 2 – Práticas de Governança Corporativa que compõem o IGC. ....	58
Quadro 3 – Identificação das práticas de GC dos subíndices que compõem o IGC. ....	62
Quadro 4 – Variáveis independentes. ....	63
Quadro 5 – Variáveis explicativas alternativas para o IGC. ....	65
Quadro 6 – Variáveis independentes e relação esperada. ....	65
Quadro 7 – Resumo dos resultados dos modelos com subíndices do IGC – hipótese de pesquisa 1 e 3. ....	101
Quadro 8 – Resumo dos resultados dos modelos com subíndices do IGC – hipótese de pesquisa 2 e 4. ....	101
Quadro 9 – Resumo das relações esperadas versus relações encontradas das variáveis independentes explicativas. ....	117
Quadro 10 – Resumo das relações esperadas versus relações encontradas das variáveis independentes de controle. ....	118

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Distribuição das observações por setor de atividade econômica.....	69
Tabela 2 – Estatísticas descritivas do endividamento - no período e por ano.....	71
Tabela 3 – Estatísticas descritivas do endividamento - no período e por ano.....	75
Tabela 4 - Evolução do quantitativo e volume das 151 captações de dívida subsidiada (CAPSUB) - por ano e no período.....	76
Tabela 5 – Estatísticas descritivas do Índice de Governança Corporativa (IGC) e seus sete subíndices. ....	78
Tabela 6 – Variação absoluta e relativa no Índice de Governança Corporativa (IGC) e seus sete subíndices. ....	82
Tabela 7 – Estatísticas descritivas da concentração de propriedade. ....	83
Tabela 8 – CAPSUB e EndSUB nos diferentes níveis de Governança Corporativa da B3. ....	87
Tabela 9 – Paralelo entre dados da estrutura de capital e estrutura de propriedade. ....	89
Tabela 10 – Correlação de Pearson do IGC e seus sete subíndices.....	91
Tabela 11 – Correlação de Pearson das variáveis dependentes e explicativas.....	93
Tabela 12 – Resultados dos modelos com a variável dependente EndTOTAL – hipótese de pesquisa 1 e 3.....	96
Tabela 13 – Resultados dos modelos com a variável dependente EndLP – hipótese de pesquisa 1 e 3.....	97
Tabela 14 – Resultados dos modelos com a variável dependente EndCP – hipótese de pesquisa 1 e 3.....	98
Tabela 15 – Resultados dos modelos com a variável dependente EndSUB – hipótese de pesquisa 2 e 4.....	99
Tabela 16 – Resultados dos modelos com a variável dependente CAPSUB – hipótese de pesquisa 2 e 4.....	100
Tabela 17 – Resultados dos modelos com a variável SUB1 – hipótese de pesquisa 1 e 3.....	141
Tabela 18 – Resultados dos modelos com a variável SUB2 – hipótese de pesquisa 1 e 3.....	142
Tabela 19 – Resultados dos modelos com a variável SUB3 – hipótese de pesquisa 1 e 3.....	143
Tabela 20 – Resultados dos modelos com a variável SUB4 – hipótese de pesquisa 1 e 3.....	144
Tabela 21 – Resultados dos modelos com a variável SUB5 – hipótese de pesquisa 1 e 3.....	145
Tabela 22 – Resultados dos modelos com a variável SUB6 – hipótese de pesquisa 1 e 3.....	146
Tabela 23 – Resultados dos modelos com a variável SUB7 – hipótese de pesquisa 1 e 3.....	147
Tabela 24 – Resultados dos modelos com a variável SUB1 – hipótese de pesquisa 2 e 4.....	148

Tabela 25 – Resultados dos modelos com a variável SUB2 – hipótese de pesquisa 2 e 4.....	149
Tabela 26 – Resultados dos modelos com a variável SUB3 – hipótese de pesquisa 2 e 4.....	150
Tabela 27 – Resultados dos modelos com a variável SUB4 – hipótese de pesquisa 2 e 4.....	151
Tabela 28 – Resultados dos modelos com a variável SUB5 – hipótese de pesquisa 2 e 4.....	152
Tabela 29 – Resultados dos modelos com a variável SUB6 – hipótese de pesquisa 2 e 4.....	153
Tabela 30 – Resultados dos modelos com a variável SUB7 – hipótese de pesquisa 2 e 4.....	154

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>17</b>
<b>1.1 Problematização e questão problema .....</b>	<b>18</b>
<b>1.2 Objetivo geral e objetivos específicos.....</b>	<b>20</b>
<b>1.3 Justificativa e Potenciais Contribuições .....</b>	<b>20</b>
<b>1.4 Estrutura de pesquisa.....</b>	<b>22</b>
<b>2 REFERÊNCIAL TEÓRICO .....</b>	<b>24</b>
<b>2.1 Estrutura de Capital.....</b>	<b>24</b>
<b>2.1.1 Teorias sobre a estrutura de capital.....</b>	<b>26</b>
2.1.1.1 <i>Teoria trade off.....</i>	<i>27</i>
2.1.1.2 <i>Teoria pecking order .....</i>	<i>28</i>
<b>2.1.2 Composição e tipologia do endividamento total, de curto prazo, de longo prazo e subsidiado.....</b>	<b>29</b>
<b>2.2 Estrutura de propriedade .....</b>	<b>32</b>
<b>2.2.1 Teoria da agência .....</b>	<b>32</b>
2.2.1.1 <i>Conflito de agência, custos de transação e contratos incompletos.....</i>	<i>33</i>
2.2.1.2 <i>Custos de agência e formas de mitigar o conflito de agência.....</i>	<i>34</i>
<b>2.2.2 Concentração de propriedade.....</b>	<b>35</b>
2.2.2.1 <i>Efeito da expropriação .....</i>	<i>36</i>
2.2.2.2 <i>Efeito da substituição e efeito do alinhamento.....</i>	<i>37</i>
2.2.2.3 <i>Efeito do entrincheiramento .....</i>	<i>38</i>
<b>2.3 Governança Corporativa .....</b>	<b>40</b>
<b>2.4 Desenvolvimento das hipóteses de pesquisa .....</b>	<b>42</b>
2.4.1 <i>O endividamento e a Governança Corporativa .....</i>	<i>42</i>
2.4.2 <i>O endividamento subsidiado e a Governança Corporativa.....</i>	<i>45</i>
2.4.3 <i>O endividamento e a concentração de propriedade .....</i>	<i>47</i>
2.4.4 <i>O endividamento subsidiado e a concentração de propriedade .....</i>	<i>51</i>
2.4.5 <i>Outros atributos da empresa propostos como associados ao endividamento .....</i>	<i>53</i>
<b>3 METODOLOGIA.....</b>	<b>55</b>
<b>3.1 Características da pesquisa .....</b>	<b>55</b>
<b>3.2 Definição da população, amostra e período analisado .....</b>	<b>55</b>
<b>3.3 Fonte e coleta de dados.....</b>	<b>56</b>
<b>3.4 Variáveis dos modelos .....</b>	<b>57</b>
<b>3.5 Modelos econométricos .....</b>	<b>66</b>
<b>3.6 Procedimentos para organização, estruturação e análise dos dados .....</b>	<b>67</b>

<b>4 RESULTADOS E ANÁLISE DAS ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS .....</b>	<b>69</b>
<b>4.1 Estatísticas descritivas da amostra .....</b>	<b>69</b>
<b>4.2 Estatísticas descritivas do endividamento .....</b>	<b>70</b>
<b>4.3 Estatísticas descritivas do Índice de Governança Corporativa e seus subíndices .....</b>	<b>78</b>
<b>4.6 Estatísticas descritivas das variáveis de concentração de propriedade.....</b>	<b>83</b>
<b>4.5 Comparativo entre as evoluções do endividamento, dos valores do IGC, e da         concentração de propriedade.....</b>	<b>86</b>
<b>5 RESULTADOS E DISCUSSÃO .....</b>	<b>91</b>
<b>5.1 Discussão da relação das práticas de Governança Corporativa com o         endividamento .....</b>	<b>103</b>
<b>5.2 Discussão da relação da concentração de propriedade com o endividamento ....</b>	<b>109</b>
<b>5.3 Discussão das relações das variáveis de controle com o endividamento .....</b>	<b>115</b>
<b>6 CONCLUSÕES.....</b>	<b>119</b>
<b>6.1 Contribuições .....</b>	<b>120</b>
<b>6.2 Limitações .....</b>	<b>125</b>
<b>6.3 Sugestões.....</b>	<b>125</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>127</b>
<b>APÊNDICE - A .....</b>	<b>141</b>

## 1 INTRODUÇÃO

As questões sobre estrutura de capital ganharam destaque com o trabalho de Durand (1952), em sua obra “*Cost of Debt and Equity Funds For Business*” na qual argumenta que as empresas podem alcançar um ponto ótimo de estrutura de capital (mix de dívidas) capaz de influenciar de forma relevante o valor da empresa. Em 1963, Modigliani e Miller (1963), na obra “*Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*”, reconheceram a relevância da estrutura de capital para o valor da empresa, quando consideraram, na revisão de suas pesquisas de 1958, a existência de benefícios fiscais gerados na contratação de dívidas (abatimentos dos juros de financiamentos pagos no cálculo do imposto sobre o resultado da empresa).

A realização de investimentos, face às oportunidades de crescimento identificadas, pode demandar recursos externos à empresa, criando a necessidade de uma política de financiamento, a qual irá forjar a sua estrutura de capital. Dessa forma, a estrutura de capital refletirá o mix de dívidas da empresa, expondo ao mercado sua situação e nível de endividamento.

A estrutura de capital guarda uma estreita relação com a política de financiamento, como com o a política de investimento, e pesquisadores como Myers (1977), Myers e Majluf (1984), Kraus e Litzenberger (1973) e DeAngelo e Masulis (1980) buscaram identificar quais critérios, ou quais fatores, que influenciam a tomada de decisão acerca das fontes de financiamento, mediante a política de financiamento da empresa, e que por sua vez afetam a estrutura de capital (HARRIS; RAVIV, 1991).

A contratação de dívida, mediante a política de financiamento da empresa, pode ser utilizada como solução para: a necessidade de financiamento; a busca pela maximização do valor da empresa e riqueza dos acionistas. Harris e Raviv (1991) ressaltam que a maximização do valor da empresa tem como obstáculo a precificação precisa do seu valor. Para os autores, esse desconhecimento afeta, principalmente, os investidores da empresa, que, por serem em maioria externos à empresa, não têm acesso a todas as informações acerca das oportunidades de crescimento da empresa, evidenciando assim a existência de um ambiente de assimetria de informações.

A estrutura de propriedade guarda estreita relação com a estrutura de capital e com a entrada de novos acionistas nas empresas, sendo essa última inicialmente observada no século XIX, em determinados setores econômicos (têxtil, ferroviário) dos Estados Unidos da América

(EUA) por Berle e Means (1932), assim como por Duran (1952), e Modigliani e Miller (1958). Essa inserção de novos acionistas, advém do fenômeno da separação da propriedade e do controle, o qual foi potencializado após 1945, no mundo pós-guerra. O fenômeno da separação da propriedade e controle propiciou a dispersão da propriedade, mas também se manifesta em empresas cuja estrutura de propriedade é concentrada (BERLE; MEANS, 1932).

Por sua vez, Jensen e Meckling (1976) identificaram que a dispersão da propriedade, uma das consequências da separação da propriedade e do controle, expôs a existência dos conflitos de agência, os quais podem vir a reduzir o valor da empresa, mediante o desalinhamento de interesses entre gestor e acionista. Os conflitos de agência também podem afetar a estrutura de capital da empresa, caso, conforme a sugestão de Jensen (1986), a manutenção de um elevado nível de endividamento seja utilizada como meio de monitorar e alinhar os interesses de gestor e acionistas.

## **1.1 Problematização e questão problema**

Mediante o contexto da separação da propriedade e do controle, da delegação da gestão ao agente, dos conflitos de agência, da necessidade de definição de políticas de financiamento a serem seguidas pelos gestores alinhados com as diretrizes esperadas pelos acionistas, se inicia, na década de 30, o crescente interesse no meio acadêmico e corporativo acerca da Governança Corporativa e da estrutura de propriedade. Ambas as temáticas apresentam estreita proximidade e potencial de influência, isolada ou em conjunto, sobre o nível de endividamento das empresas (BECHT; BOLTON; RÖELL, 2002; IBGC, 2016, 2018).

No que tange à pesquisa acerca da estrutura de capital, Harris e Raviv (1991) destacaram quatro tipologias de fatores determinantes da estrutura de capital: tipo 1) fatores determinantes em prol da redução do conflito de agência; tipo 2) fatores determinantes em prol da redução da assimetria de informações; tipo 3) fatores determinantes que exercem influência sobre os produtos e sua concorrência; e tipo 4) fatores determinantes que exercem influência na disputa pelo controle da empresa. Percebe-se, que as tipologias de determinantes da estrutura de capital 1, 2 e 4, se assemelham com os objetivos para a implantação do sistema de Governança Corporativa, o qual por sua vez, se relaciona com a estrutura de propriedade haja vista o monitoramento das disputas entre acionistas pelo controle da empresa. Essas conexões

sugerem que tanto o sistema de Governança Corporativa, como a estrutura de propriedade possam ser fatores determinantes da estrutura de capital.

Diferentes pesquisas empíricas relevantes foram realizadas com o intuito de investigar se o conflito de agência e os custos de agência (JENSEN; MECKLING, 1976; MYERS, 2001), a assimetria de informações (ARKELOF, 1970; MYERS, 2001; STIGLITZ, 1987), e o custo do capital (MODIGLIANE; MILLER, 1958, 1963; KRAUS; LITZENBERGER, 1973) podem ser mitigados mediante os efeitos da submissão da gestão à práticas de monitoramento, o que conferiria uma maior qualidade dos seus negócios perante o mercado (DIAMOND, 1991).

A união das temáticas estrutura de capital e Governança Corporativa, de forma similar a pesquisa de Silveira, Perobelli e Barros (2008), tem, no âmbito brasileiro, uma concepção difícil, pois elaborar um índice de práticas de Governança Corporativa que represente o sistema de Governança Corporativa em sua unidade, mostra-se trabalhoso em dois importantes aspectos: i) sua concepção (escolha das práticas que irão compor o índice, sendo que o IBGC elenca mais de 200 práticas possíveis de adoção pelas empresas brasileiras) e, ii) em sua operacionalização, pois as informações sobre as práticas estão dispersas nas diversas seções do Formulário de Referência (FR) entregue pelas empresas à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) desde 2010. De forma similar ocorre com a união das temáticas estrutura de capital e estrutura de propriedade havendo ainda poucos estudos nacionais como os de Crisóstomo e Pinheiro (2015) e Ribeiro *et al.* (2021) que investigam como os diferentes níveis de concentração de propriedade podem influenciar a estrutura de capital, sendo que a pesquisa de Ribeiro *et al.* (2021) é focada em um único setor de atividade econômica, no caso o de energia elétrica.

Soma-se ainda, o fato da existência de estudos que apresentam relações pontuais de práticas específicas de Governança Corporativa com a estrutura de capital, ou que realizam essa investigação em setores específicos, ou que se utilizem fatores substitutos à formulação de um índice de práticas de Governança Corporativa, pulverizando as análises acerca do sistema de Governança Corporativa em sua totalidade para com a estrutura de capital (CICOGNA; TONETO JUNIOR; VALLE, 2007; CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2011; DIAS *et al.*, 2020; FONCESCA; SILVEIRA; HIRATUKA, 2016; PINHEIRO *et al.*, 2017; RIPAMONTI; KAYO, 2016; SILVA; SANTOS; ALMEIDA, 2011; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2003; VIEIRA *et al.*, 2011).

Diante do exposto a presente pesquisa tem com questão problema: **qual a influência da adoção de práticas de Governança Corporativa e do nível de concentração de propriedade sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras?**

## 1.2 Objetivo geral e objetivos específicos

Esta pesquisa tem como objetivo geral: **investigar a influência da adoção de práticas de Governança Corporativa e do nível de concentração de propriedade sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras.** Como forma de auxiliar o alcance das respostas para esta questão problema formulada, e do objetivo geral determinado, elaborou-se os seguintes objetivos específicos:

- i) analisar o endividamento e a captação de dívida subsidiada das empresas brasileiras;
- ii) evidenciar a concentração de propriedade das empresas brasileiras;
- iii) identificar as práticas de Governança Corporativa (GC) adotadas pelas empresas brasileiras por meio de um índice de GC que contempla sete relevantes dimensões, ou subíndices;
- iv) analisar as relações entre o endividamento e a captação de dívida subsidiada com o índice de GC, com os sete subíndices de GC, e com a concentração e propriedade.

## 1.3 Justificativa e Potenciais Contribuições

O Brasil, país de economia emergente, caracteriza-se por ter um mercado que pratica juros altos, sofre com crises econômicas cíclicas em ambiente institucional instável, com a presença marcante de atores políticos na definição política econômica de crédito nacional, por meio da atuação de bancos de desenvolvimento para o fomento do crédito, além de um ser um contexto marcado pela alta concentração de propriedade, existência de acionista majoritário (BRANDÃO; CRISÓSTOMO, 2015; DUTRA *et al.*, 2018; TINOCO; GIAMBIAGI, 2018). Tais características evidenciam a existência de três gargalos estruturais a serem enfrentados pelas empresas atuantes no Brasil: i) baixa abertura comercial; ii) estrutura tributária e iii) ambiente de negócios (TINOCO; GIAMBIAGI, 2018). A partir de 2020, apesar do ambiente

de pandemia devido ao vírus Sars-Cov-2 causador da pandemia de Covid-19, o mercado mobiliário brasileiro registrou uma ascensão em número de empresas realizando *Initial Public Offering* (IPO), com 25 IPO's em 2020, e até agosto de 2021, foram registrados outros 30 IPO's na B3 (CVM, 2021).

Nesse contexto, torna-se constante a necessidade de análise e estudo acerca das fontes de recursos disponíveis às empresas, e dos fatores que contribuem ou não para o acesso das empresas ao crédito e consequente captação de dívida que irão compor sua estrutura de capital, a fim de identificar, aprofundar, descrever e consolidar, ou não, resultados já obtidos sobre fatores que podem vir a interferir na estrutura de capital das empresas no contexto brasileiro.

Além disto, esta pesquisa emprega distintos modelos econométricos para analisar o endividamento, e inova ao abordar em seu escopo o endividamento subsidiado, o qual pouco tem sido investigado como elemento da estrutura de capital das empresas brasileiras, mas que conforme a pesquisa de Póvoa e Nakamura (2015) e Pinheiro *et al.* (2017) tem relevante papel na composição da estrutura de capital das empresas brasileiras, inclusive as de capital aberto.

Esta pesquisa se diferencia por utilizar um índice de práticas de Governança Corporativa, e não somente a análise de práticas específicas, ou como nas pesquisas de Silveira, Barros e Famá (2003), Silva, Santos e Almeida (2011), Nysiana e Nakamura (2018) quando somente algumas práticas de Governança Corporativa foram analisadas. Há, ainda, pesquisas empíricas que empregam variáveis do tipo *dummy* para identificar a participação das empresas em segmentos diferenciados de Governança Corporativa na B3. A exemplo, tem-se as pesquisas de Pinheiro *et al.* (2017), Fonseca, Silveira e Hiratuka (2016), Cicogna, Toneto Junior e Valle, (2007), e Dias *et al.* (2020). Adicionalmente, esta pesquisa investiga sete dimensões da Governança Corporativa de forma individualizada (Direito das ações; Assembleia Geral Ordinária; Estrutura do Conselho de Administração; Composição do Conselho de Administração; Diretoria executiva; Fiscalização e Controle; e Transparência) promovendo um aprofundamento da influencia dimensão a dimensão sobre a estrutura de capital, enriquecendo e confirmando o arcabouço teórico já existente.

Por sua vez, os trabalhos de Crisóstomo e Brandão (2019), Crisóstomo, Brandão, López-Iturriaga (2020), Correia, Amaral e Louvet (2011), Silva *et al.* (2020), Ghouma, Ben-Nasr e Yan (2018) fazem uso de um índice amplo de práticas de Governança Corporativa. Entretanto estas pesquisas investigam a relação das práticas de Governança Corporativa com outras temáticas, e não com a estrutura de capital. Já a pesquisa de Mendonça, Martins e Terra

(2019) faz uso de um índice de práticas de governança externas à firma com a temática de estrutura de capital, diferente do proposto nesta pesquisa.

Afora isso, estudos realizados em diferentes ambientes (países), ou que contemplam setores específicos carecem, segundo Silveira *et al.* (2010), de profundidade e poder de generalização. Dessa forma, a realização de uma pesquisa focada exclusivamente no Brasil tem potencial de propiciar resultados mais fidedignos de generalização à realidade nacional, além de atualizar de forma constante os dados acerca dessa temática.

Por sua vez, a estrutura de propriedade carece de maior investigação quanto a sua influência na estrutura de capital, haja vista que os estudos acerca da concentração de propriedade no contexto brasileiro versam sobre sua relação com a emissão de ações, emissão de debêntures, valor da empresa, pagamento de dividendos, conservadorismo, risco e com a própria Governança Corporativa (BRANDÃO; CRISÓSTOMO, 2015; CRISÓSTOMO; PINHEIRO *et al.*, 2017; PINHEIRO; NAKAMURA, 2020; GRANZOTTO; SONZA, 2019; SCARAMUSSA; BORTOLON, 2020; PALHARES *et al.*; 2019; SONZA, 2017; VIANA JÚNIOR *et al.*, 2020).

Esta pesquisa apresenta potencial metodológico de replicação futura, o que permite a continuidade do estudo ao longo do tempo, como forma de acompanhar a evolução dos resultados que venham a ser apresentados, assim como sua comparação, refinando o entendimento acerca do que pode afetar, em momentos distintos, a estrutura de capital das empresas brasileiras. Com estes diferenciais, espera-se contribuir para o avanço dos estudos de finanças corporativas no Brasil em suas diversas nuances, principalmente sobre a participação estatal como fornecedor de crédito, mediante a investigação da captação da dívida subsidiada.

#### **1.4 Estrutura de pesquisa**

Este trabalho encontra-se estruturada em seis seções, incluindo esta introdução. A segunda seção expõe o referencial teórico levantado para embasar esta dissertação e contempla três grandes subseções: estrutura de capital; Governança Corporativa, estrutura de propriedade, e desenvolvimento das hipóteses de pesquisa. A terceira seção apresenta a metodologia empregada em subseções as quais contemplam respectivamente: o enquadramento metodológico desta dissertação, a definição de população e critério de escolha da amostra, o

processo de coleta de dados, os procedimentos para organização e análise dos dados coletados, as variáveis empregadas e os modelos aplicados.

A quarta seção apresenta as estatísticas descritivas e as análises preliminares obtidas sobre os dados referentes aos elementos da amostra, assim como sobre os dados das variáveis dependentes e independentes, a qual será seguida da quinta seção, na qual serão apresentados os resultados de cada um dos modelos econométricos, além da discussão dos resultados obtidos mediante o referencial teórico exposto. Por fim, na sexta seção serão apresentadas as conclusões oriundas das análises e discussão dos resultados, provendo assim as contribuições teóricas e práticas.

## 2 REFERÊNCIAL TEÓRICO

### 2.1 Estrutura de Capital

A estrutura de capital é definida como a forma pela qual as empresas financiam seus ativos através do uso de duas origens de recursos: capital próprio e capital de terceiros. Diversas conjecturas e hipóteses teóricas sobre a relevância e fatores determinantes da estrutura de capital têm sido levantadas desde a década de 50 do século XX (ALVES; CRISÓSTOMO, 2018; BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2007; PERROBELI; FAMÁ, 2002; TITMAN; WESSELS, 1988). Para Modigliani e Miller (1958), o nível de endividamento da empresa era irrelevante para a mensuração de seu valor, considerando um hipotético mercado perfeito. Além disso, os autores não acreditavam na existência de uma estrutura de capital ótima, pois para estes, sob a ótica do custo de capital, todas as combinações de estrutura de capital possíveis se tornam equivalentes, ou seja, eram substitutas sem prejuízo.

Modigliani e Miller (1958) basearam tais conclusões sob as premissas de que:

1. o mercado seria perfeito (alinhado com a teoria neoclássica), com base nas premissas de que (BRASIL; MACEDO, 2016):
  - 1.1 não há barreiras para a entrada ou saída de empresas no mercado;
  - 1.2 não há diferenças entre os bens ofertados aos participantes do mercado, ou seja, existência de homogeneidade dos bens;
  - 1.3 os mercados são eficientes, ou seja, o preço de um bem reflete todas as informações acerca desse bem;
  - 1.4 o mercado é que determina o preço, ou seja, as empresas são meras tomadoras de preços, e não formadoras de preços;
  - 1.5 não há assimetria de informações, ou seja, todos os *players* têm igual acesso a todas as informações relevantes, o que elimina o chamado “risco sistêmico”;
  - 1.6 não existe interferência do Estado na economia;
  - 1.7 não há desperdício de recursos, ou seja, os recursos existentes são plenamente empregados pelos *players*, gerando um ótimo de Pareto;
  - 1.8 não existem falhas de mercado como: assimetria de informações, monopólios naturais, externalidades, condutas anticompetitivas como cartel, trustes, *dumping*, poder de manipular o mercado, etc.;

2. o valor da empresa não se altera devido a sua estrutura de capital conter mais recursos próprios ou mais recursos de terceiros;
3. o que afeta o valor da empresa, não é sua estrutura de capital, tampouco a fonte de recursos escolhida, mas sim, a sua política de investimentos;
4. à medida que a empresa se endivida, o seu custo de capital aumenta em uma relação linear à diferença entre a taxa de retorno dos ativos da firma, e o custo de capital de terceiros.

Posteriormente à pesquisa de Modigliani e Miller (1958), surgiram diversas perspectivas teóricas abordando e aprofundando os estudos sobre a estrutura de capital, como: a teoria *pecking order*, a teoria *trade off*, a teoria dos custos de agência, a teoria *market timing*, assim como a teoria do fluxo de caixa livre. Sendo as duas primeiras teorias mencionadas as mais empregadas nos estudos de estrutura de capital (ALVES; CRISÓSTOMO, 2018). Essas teorias analisam a estrutura de capital de uma empresa, e investigam os fatores que determinem o uso de capital próprio (interno), e o capital alheio (de terceiros, externo).

O capital interno, ou também chamado de capital próprio, é aquele fruto da geração de fluxo de caixa (*cash flow*), resgate de aplicações, emprego de reservas outrora constituídas, e caracteriza-se por contemplar fontes de recursos mais vantajosas, pois não há: o pagamento de juros contratuais a um terceiro, de parcelas vencíveis, o envolvimento com uma terceira parte fora da empresa - que pode vir a exercer pressão ou monitoramento (NIYAMA; SILVA, 2017).

A teoria do fluxo de caixa livre (TFC) aborda a os efeitos do excesso de fluxo de caixa livre (o residual de recebimentos da empresa após todos os gastos operacionais e de capital já contratados) quando a empresa não realiza investimentos suficiente, ou adequados (de Valor Presente Líquido negativo) ou quando não apresenta oportunidades de crescimento, de forma que o excedente de fluxo de caixa livre pode ser prejudicial economicamente para a empresa (JENSEN, 1986; LENER; VICTOR, 2019; MONTAZERI; VARAN, 2019). Por se tratar de uma teoria que versa sobre o capital interno, esta teoria não será alvo desta pesquisa que visa investigar o a estrutura de capital formada pelo capital externo das empresas brasileiras.

Faz relevante destacar a conceituação de fluxo de caixa, ou fluxo de caixa livre, sendo este Além disso, as informações acerca do capital próprio são acessíveis à gestão, pois são geradas e controladas dentro do ambiente corporativo, no qual há um sistema de monitoramento (sistema de práticas de Governança Corporativa) para auxiliar nas tomadas de decisão que envolvem o uso do capital próprio (NIYAMA; SILVA, 2017).

O capital externo, ou alheio, ou de terceiros, é aquele captado pela empresa perante instituições financeiras, investidores, acionistas, governo, assim como obrigações assumidas perante fornecedores, encargos sociais, tributos, salários (NIYAMA; SILVA, 2017). Ressalte-se que a emissão de ações no momento da emissão é uma fonte de capital externo, pois os papéis ainda estão à disposição dos potenciais novos acionistas, que após aquisição das ações passarão a ter aos dividendos, e no caso de ações ordinárias também terão direito a voto.

Quando a firma faz uso do capital externo, ela se compromete com uma outra parte (credor), a qual não detém parte acionária ou propriedade da empresa, mas que detém direito de cobrar o recurso cedido, ou obrigação a ela imposta via o instrumento do contrato. Nesse contrato são fixadas cláusulas para o credor e para o devedor como: os prazos de carência, amortização; as condições de aplicabilidade de multas e taxas; o valor dos juros e período de cobrança; as condições e periodicidade das atualizações dos valores contratados. Essas características e obrigações tipificam a dívida onerosa. Por estar condicionada a uma quitação futura, a dívida onerosa traz consigo um rol de incertezas e riscos, os quais podem ser internos (comprometimento do capital de giro, seleção adversa, elaboração de contratos imperfeitos pelos gestores) ou externos (aumento da taxa básica de juros, crise econômica, redução da oferta de crédito) à firma.

Para melhor compreensão da estrutura de capital, a qual é comumente representada nas pesquisas empíricas pelo nível de endividamento das empresas, a próxima subseção abordará as duas principais teorias que tratam sobre a estrutura de capital.

### ***2.1.1 Teorias sobre a estrutura de capital***

Modigliani e Miller (1963) realizaram uma revisão de sua pesquisa de 1958. Nessa revisão, Modigliani e Miller (1963) acrescentaram o fator tributário ao estudo realizado em 1958. Após essa inserção, os autores concluíram que os ganhos de benefícios fiscais futuros, os quais têm origem nas deduções tributárias obtidas na contratação de financiamentos, podem motivar o aumento no endividamento das empresas. Mediante os benefícios fiscais oriundos da captação de dívida, Modigliani e Miller (1963) passaram a considerar, o impacto da estrutura de capital no valor da empresa, pois os autores identificaram que, comparativamente, o valor de mercado de uma empresa alavancada pode ser maior que de uma empresa não alavancada, quando se considera os benefícios tributários atrelados à alavancagem. Por este motivo,

Modigliani e Miller (1963) perceberam que a estrutura de capital influenciava na definição do valor de mercado empresa.

Dada a revisão das pesquisas de Modigliani e Miller (1958, 1963), e da relevância da estrutura de capital para o valor da empresa, iniciou-se a realização de pesquisas que buscavam determinar um marco ótimo de endividamento (KRAUS; LITZENBERGER, 1973; DEANGELO; MASULIS, 1980), ou que fatores podem influenciar a escolha da fonte de capital de terceiros que irá compor a estrutura de capital (MYERS, 1984; MYERS; MAJLUF, 1984). Dessas pesquisas, emergiram duas teorias, que até hoje possuem maior relevância no estudo da estrutura de capital: a Teoria *Trade Off* e a Teoria *Pecking Order*.

#### 2.1.1.1 Teoria trade off

A Teoria *Trade-off*, desenvolvida por Kraus e Litzenberger (1973) e DeAngelo e Masulis (1980) parte da premissa de Durand (1952) acerca da existência de uma estrutura de capital ótima a ser alcançada. Alinhados a essa premissa, para Kraus e Litzenberger (1973) e DeAngelo e Masulis (1980) as empresas almejam o alcance de uma estrutura ótima de capital através de uma avaliação entre as receitas e os custos atrelados à captação de recursos externos, ou seja, atrelados ao incremento no endividamento.

Essa concepção teórica, denominada de Teoria *Trade Off*, foi elaborada mediante a ideia da existência de um sistema de compensação, ou troca, o qual leva em consideração os benefícios fiscais (tributários) e o custo de falência resultantes do incremento no endividamento. A compensação ocorre da seguinte forma: à medida em que a empresa vai aumentando seu endividamento, ela elevará o seu benefício fiscal, e agrega valor a ela mesma.

Esse sistema de análise, via compensações entre benefícios fiscais e custos associados à contratação de um financiamento é uma prática recorrente no cotidiano das empresas, pois, conforme Myers (1984), as empresas têm que constantemente gerenciar opções de investimento, troca e renovação de ativos, expansão de mercados. Dessa forma, uma estrutura de capital, pela perspectiva da teoria *trade off*, é aquela na qual a empresa atinge um valor ótimo de mercado, o qual se obtém em consequência do alcance de um ponto de equilíbrio, o qual ocorre quando os custos e os benefícios do endividamento se igualam ao custo de falência (GOMES, 2012).

Aprofundando a teoria *trade off*, pode-se distinguir dois tipos de *trade off*: o *dynamic trade off* (dinâmico) e o *static trade off* (estático) (FRANK; GOYAL, 2003; 2007; 2009; BRENNAN; SCHWARTZ, 1978; LELAND, 1994). Esses dois desdobramentos da Teoria *Trade off* têm sua distinção na determinação do ponto de equilíbrio do endividamento (GOMES, 2012). No *trade off* dinâmico, a escolha pelo endividamento leva em consideração o tempo e os planos futuros da corporação, assim como as alterações nos custos de transação. Dessa forma, a estrutura de capital da empresa torna-se dinâmica, pois o nível de endividamento sofre ajustes ao longo do tempo. Esses ajustes visam eliminar os desvios que estejam impossibilitando que a empresa alcance o ponto de equilíbrio de endividamento, o qual possibilita que a empresa maximize o seu valor. Com base no *trade off* dinâmico, os ajustes no endividamento somente devem ser feitos se os benefícios do ajuste da estrutura de capital excederem os custos de transações envolvidos (ABDELJAWAD *et al.*, 2013).

Segundo Gomes (2012), no *trade off* estático o foco está na ponderação entre os benefícios fiscais e os custos de falência associados ao endividamento em um único período. Nesse sentido, à medida que a corporação incorre em maiores benefícios fiscais, também incorre no crescimento dos seus custos de falência, sem levar em consideração a existência dos custos de transação, custos de agência, e da existência da assimetria de informação (FRANK; GOYAL, 2003; 2007; GOMES, 2012).

#### 2.1.1.2 Teoria *pecking order*

Enquanto Kraus e Litzenberger (1973), DeAngelo e Masulis (1980), apresentaram os benefícios fiscais do endividamento como aspecto motivador para a busca por um nível de endividamento ideal, a Teoria *Pecking Order*, desenvolvida por Myers (1984) e Myers e Majluf (1984), se baseia na existência de um ambiente de assimetria de informações como fatores capazes de influenciar a escolha do tipo de dívida que irá compor a estrutura de capital da empresa. Na Teoria *Pecking Order*, diferentemente da Teoria *Trade Off*, não há a premissa da existência de um ponto de endividamento ótimo a ser alcançado. A identificação da assimetria de informações, dos custos associados a redução dessa assimetria por meio da divulgação de informações ao mercado, do risco moral e da seleção adversa propiciou o desenvolvimento da Teoria *Pecking Order* acerca da estrutura de capital.

A preferência por fonte de recursos da Teoria *Pecking Order* é proposta como motivada pelo custo dos recursos obtidos em cada fonte, tanto custo financeiro como informativo, de modo que a empresa teria a seguinte ordem de preferência: i) uso de capital interno (lucros, redução da distribuição de dividendos); ii) uso de capital externo (financiamento, empréstimos, *leasings*); iii) emissão de ações (MYERS, 1984, 2003; MYERS; MAJLUF, 1984). O custo de capital de exposição de informação a respeito dos projetos é inferior na negociação com acionistas sobre o uso de fluxo de caixa para financiar investimento que o custo presente na negociação com agentes financiadores externos. Estes agentes externos cobram juros e exigem muita informação a respeito dos projetos de investimento além de garantias. O potencial novo investidor em ações também desejará ter um bom nível de informação a respeito dos projetos da empresa. A emissão de ações seria usada pela empresa como última alternativa devido a seu alto custo e implicações na estrutura de propriedade da empresa. A emissão de ações envolve também a sinalização para o mercado. Esta pode ser positiva, quando o mercado confia nas oportunidades de crescimento da empresa. Por outro lado, este sinal também pode ser visto negativo se o mercado considera que a empresa esteja aproveitando-se, ou temporizando, o mercado como sugerido pela Teoria *Market Timing* (BAKER; WURGLER, 2002).

A emissão de ações torna-se uma opção viável quando há escassez de capital próprio, e/ou a empresa já se encontra com um nível elevado de endividamento (BREALEY; MYERS, 2006). Nestas circunstâncias, elevar o endividamento acarreta um maior risco de falência. Além disso, nessa situação o capital obtido mediante financiamentos, empréstimos, *leasings*, torna-se mais caro (taxa de juros) (STIGLITZ, 2011). Sob a perspectiva dos custos de transação a preferência pelo uso de recursos próprios se sustenta, pois o investimento com base em recursos próprios não gera os elevados custos de transações decorrentes do financiamento externo, seja por dívida ou emissão de novas ações (LEARY; ROBERTS, 2010; SILVA; ARAÚJO; MONTE, 2018).

### ***2.1.2 Composição e tipologia do endividamento total, de curto prazo, de longo prazo e subsidiado***

Usualmente, a estrutura de capital de uma empresa é representada pelo seu nível de endividamento, o qual é identificado mediante a aplicação de índices de endividamento, os quais demonstram a relação de proporcionalidade existente entre o passivo (capital de terceiros) da empresa com o seu ativo ou com o seu patrimônio líquido (capital próprio). A análise do

endividamento via índices permite identificar se a empresa está fazendo mais uso de origem de recursos via capital próprio, ou via capital de terceiros, captando assim informações sobre a qualidade e quantidade do endividamento. A fim de refinar ainda mais as tipologias de endividamento, Póvoa e Nakamura (2014) identificaram sete tipologias de endividamento existentes na estrutura de capital das empresas brasileiras, as quais sejam:

- 1) Dívida financeira bancária: recursos obtidos via bancos - aqueles com prerrogativa de poder receber depósitos a vista - e que ofertam diversos produtos de crédito como empréstimos, financiamentos etc.;
- 2) Dívida financeira não-bancária: recurso obtido através de empresas coligadas ou empresas financeiras de seguros, sociedades de crédito, hipotecárias; ou demais instituições financeiras sem prerrogativa de receber depósitos a vista, e que não se enquadre como intermediário da dívida subsidiada, como os bancos de desenvolvimento;
- 3) Títulos de dívida corporativa: emissão de títulos de crédito como debêntures;
- 4) Dívida subsidiada: recursos obtidos junto a instituições de fomento, usualmente ligadas ao Estado, as quais aplicam taxas de juros e encargos menores que os usualmente praticados no sistema financeiro privado;
- 5) Dívidas de captação externa: recursos obtidos de forma direta, em moeda estrangeira;
- 6) Arrendamento mercantil: recursos obtidos através de contratos de *leasing*, tendo como garantia o próprio ativo alvo da contratação do *leasing*;
- 7) Outras fontes não classificáveis: dívidas as quais não é possível categorizar em nenhuma das outras seis categorias.

Além das tipologias já apresentas para o endividamento, o cenário brasileiro apresenta um tipo de endividamento que merece atenção: o endividamento subsidiado. Conforme Póvoa e Nakamura (2014), a dívida subsidiada é toda aquela obtida com recursos oriundos do Estado, cedido diretamente ou indiretamente, através dos bancos de desenvolvimento e seus programas de concessão de crédito às empresas (PÓVOA; NAKAMURA, 2014). Pode-se elencar como possíveis motivações para a cessão de crédito subsidiado (PÓVOA; NAKAMURA, 2015):

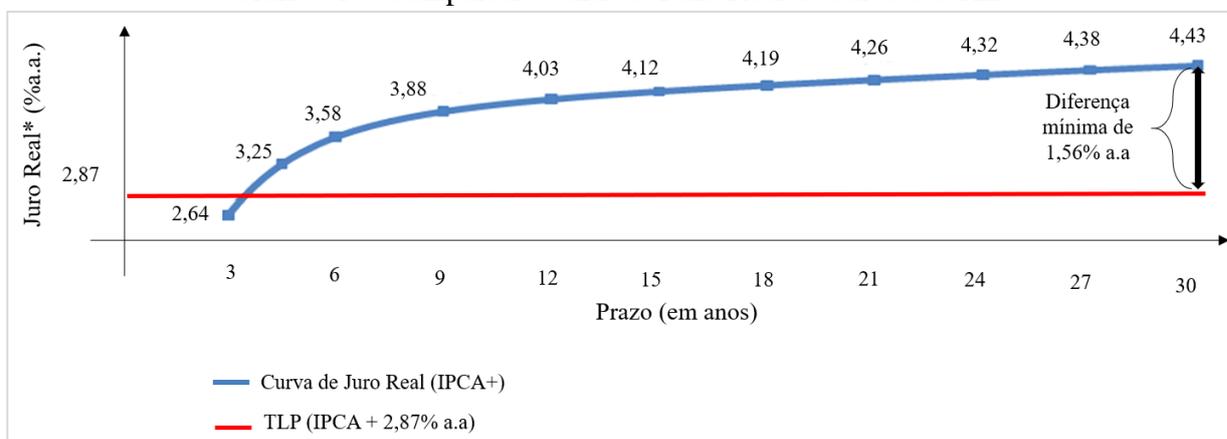
- i) a atuação dos bancos de fomento tem um caráter mais político do que mercadológico, pois o governo atua para suprir uma demanda de crédito em momentos de restrição de crédito ofertado pelo sistema bancário privado;

- ii) o crédito governamental é ofertado preferencialmente para desenvolver um segmento importante para cadeias produtivas nacionais/regionais, e que não encontram o devido amparo creditício no sistema bancário privado;
- iii) mesmo que haja oferta de crédito pelo sistema bancário privado, os altos riscos associados a determinados segmentos implicariam em altos custos contratuais, o que inviabilizaria a celebração do contrato. Entretanto, o Estado teria, mediante seus objetivos estratégicos econômicos e sociais, disposição em ceder o crédito a esses segmentos de maior risco.

O BNDES é o principal Banco de Desenvolvimento brasileiro, e tem historicamente uma relevância no desenvolvimento das empresas brasileiras, e por consequência, da economia nacional. O BNDES tem como missão institucional fornecer soluções para os problemas de investimento no Brasil, e tem sido o responsável, quase que exclusivamente, pelas concessões de financiamentos de longo prazo, as quais são responsáveis por alavancarem a indústria e a infraestrutura produtiva do país (TORRES FILHO; DA COSTA, 2012; 2013).

O crédito subsidiado via BNDES, quando comparado ao crédito ofertado por outras instituições financeiras e não financeiras, tem como diferencial o fato de ser remunerado com juros menores, pois baseia-se na TJLP (taxa de juros de longo prazo) – para contratos que findaram em 2018, e na TLP (taxa de longo prazo) – para contratos firmados a partir de 2018. A TLP não está sujeita as variações da SELIC, sendo composta de parte fixa, atualmente em 2,87% a.a., e uma parte variável oriunda das variações do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). O gráfico 1 apresenta um comparativo entre a TLP e a Taxa Real de Juros (TRJ), ou seja, com o desconto da inflação, nesse caso representada pelo IPCA, atualizada até junho de 2021.

Gráfico 1 – Comparativo entre a Taxa Real de Juros e a TLP.



Fonte: Elaborado pela autora (2022), baseado em BNDES (2021a).

Nota: \*: Data base Juro Real de 04 de junho de 2021.

Conforme o gráfico 1, pode-se perceber a diferença entre os encargos do financiamento via BNDES e outros fornecedores de crédito, o qual chegou a apresentar na data de 04 de junho de 2021 uma diferença de 1,56 pontos percentuais (p.p) a menos que os juros reais, caso o IPCA fosse igual a zero. As vantagens do crédito subsidiado ofertado pelo BNDES, somados a sua ampla atuação no território nacional impacta na estrutura de capital das empresas brasileiras, conforme a pesquisa de Póvoa e Nakamura (2014), os quais identificaram que na composição da estrutura de capital das empresas brasileiras, há a predominância do uso de dívida bancária, dívida subsidiada e dívida em moeda estrangeira.

## **2.2 Estrutura de propriedade**

A variedade e à medida que cada um dos acionistas detém de propriedade cria um mix que vem a constituir a estrutura de propriedade da empresa (SONZA, 2017). A identificação da estrutura de propriedade das firmas passa prioritariamente por dois quesitos: i) como se dá a dispersão da propriedade da firma (concentrada ou pulverizada), e ii) quem é o proprietário majoritário (DELICI; BEUREN, 2012; HAHN; NOSSA; TEIXEIRA, 2010).

Visando apresentar uma estrutura lógica do desenvolvimento das teorias acerca da estrutura de propriedade, focando na concentração de propriedade, apresentar-se-á primeiramente a Teoria da Agência, a qual iniciou os estudos acerca da observação dos efeitos da dispersão da propriedade nas empresas, para posteriormente abordar a concentração de propriedade assim como a governança corporativa, a qual também se vale da teoria da agência para seu desenvolvimento.

### **2.2.1 Teoria da agência**

A Teoria da Agência (JENSEN; MECKLING, 1976) aborda a existência dos conflitos decorrentes da separação da propriedade e do controle, e da delegação da gestão da empresa à pessoa contratada para tal fim. Jensen e Meckling (1976) conceituam a empresa como um nexo de relações contratuais, sendo o conflito de agência um resultado inevitável dessas relações contratuais. A origem do conflito decorre da busca pela maximização da utilidade do gestor versus a maximização da utilidade dos acionistas, caracterizando assim o

desalinhamento de interesses entre gestor e acionistas (JENSEN; MECKLING, 1976; SAITO; SILVEIRA, 2008).

Jensen e Meckling (1976), denominaram de “agente” a pessoa que atua na gestão da firma sem deter sua propriedade, o qual também é identificado como gestor ou executivo. Já aos detentores da propriedade da empresa, ou seja, aos acionistas, os autores atribuíram o nome de “principal” (JENSEN; MECKLING, 1976; PINHEIRO; CARRIERI; JOAQUIM, 2013). A delegação da gestão incorre em custos absorvidos somente pelos acionistas mediante a tomada de decisão do gestor, sendo que quanto mais concentrada for a propriedade da empresa, maior será a percepção desses custos pelos acionistas, ao passo que o gestor, caso não detenha ações da empresa, não incorre na perda de sua riqueza.

#### 2.2.1.1 *Conflito de agência, custos de transação e contratos incompletos*

Com base em Jensen e Meckling (1976) pode-se identificar dois tipos de conflitos existentes em consequência da separação da propriedade e do controle: i) entre acionistas e executivo – devido ao desalinhamento de interesses, ocasionando a expropriação da riqueza dos acionistas pelos executivos; ii) entre empresa (acionista + gestor) e credores, quando os acionistas incorrem em maiores riscos na tomada de crédito, visando melhores retornos (SAITO; SILVEIRA, 2008). Jensen e Meckling (1976) denominaram esses conflitos de **conflitos de agência**.

Diante da complexidade da relação acionista-executivo e da existência de um ambiente de assimetria de informações os contratos que venham a ser firmados entre estes é o instrumento inicialmente empregado como forma de prevenir os conflitos de agência que podem vir a existir. Entretanto, os contratos são naturalmente incompletos e incorrem em custos de transação *ex ante* e/ou *ex post* (ARKELOF, 1970; CAMINHA; LIMA, 2014; COASE, 1937; HART, 1995; SNYDER; NICHOLSON, 2008; SZTJAN, 2005; WILLIAMSON, 1985). Segundo Coase (1937) e Williamson (1985, 1988), um dos objetivos das empresas é a redução dos custos de transação, a fim de mitigar os efeitos, sejam estes *ex ante* e/ou *ex post*, oriundos da celebração de contratos.

As consequências do conflito de agência podem impactar na subprecificação das novas ações da empresa, e por conseguinte, nas fontes de financiamento das empresas, caso os acionistas sem poder de gestão tenham a percepção da existência do conflito na empresa. Dessa

forma, como meio de evitar absorver que os custos dos conflitos os acionistas externos forcem a subprecificação das novas ações negociadas no mercado, retornando esses custos ao ambiente interno da empresa, evitando que o mercado arque com esses custos (SAITO; SILVEIRA, 2008).

#### *2.2.1.2 Custos de agência e formas de mitigar o conflito de agência*

Mediante a insuficiência do contrato como instrumento de mitigar os conflitos de agência, Jensen e Meckling (1976) sugerem o exercício do monitoramento pelo acionista sobre o executivo contratado, como um mecanismo de controle das ações e comportamento do executivo. A realização do monitoramento da gestão visa reduzir os conflitos de agência, e por consequência reduzir a eventual expropriação da riqueza dos acionistas causada pelo executivo. Entretanto, para exercer o monitoramento do executivo, a empresa incorre em custos, os quais foram nomeados por Jensen e Meckling (1976) de **custos de agência**, os quais decorrem do exercício do monitoramento sobre o executivo, visando prevenir a redução do valor e do resultado da empresa que pode ocorrer caso o executivo atue de forma desalinhada com os interesses dos acionistas (JENSEN; SMITH, 1985; STULZ, 1990).

Os custos de agência podem ser de dois tipos: i) o custo de agência do fluxo livre de caixa (decorrente do conflito entre executivo e acionista) e ii) o custo de agência da dívida (decorrente do conflito entre empresa e credores). Devido à existência dos custos de agência, o exercício do monitoramento só se torna válido caso o valor dos custos de agência para exercê-lo não ultrapassem o valor que a empresa perderia caso não exercesse o monitoramento (HARRIS; HAVIV, 1991; VESCO; BEUREN, 2012). No que tange aos custos de agência provenientes do conflito entre empresa e credores decorrem três consequências possíveis que afetam as condições e custos do financiamento: i) o comportamento egoísta da empresa, pressionando os credores a financiarem investimentos extremamente ariscados; ii) o subinvestimento decorrente do elevado endividamento, e iii) o esvaziamento da propriedade, quando os acionistas, em meio ao risco de falência retiram recursos da empresa, impossibilitando o pagamento dos credores (JENSEN; MECKLING, 1976).

### 2.2.2 Concentração de propriedade

Acerca da dispersão da propriedade Pedersen e Thomsen (1997) indicam três perfis possíveis: i) propriedade dispersa caracterizada quando o maior acionista não ultrapassa 20% do direito de controle, ii) propriedade dominante, quando o maior acionista detém entre 20% e 50% do controle, e iii) propriedade concentrada, quando o maior acionista detém acima de 50% das ações que conferem o controle da firma. Faz-se relevante ressaltar que não necessariamente o maior acionista implique em uma única pessoa ou pessoa jurídica. Um acordo entre acionistas minoritários pode constituir um bloco de controle pela soma das suas participações acionárias, configurando os *blockholders*.

No Brasil, de acordo com a Lei 6.404/1976 define em seu art. 116 a identificação de quem é acionista controlador no Brasil segue os requisitos de: i) ser pessoa natural ou jurídica (sozinhas ou em grupo, os chamados *blockholders*); ii) ser titular de permanente com maioria dos votos nas assembleias gerais e de eleger a maioria dos gestores da empresa; iii) usa seu poder para direcionar as atividades sociais de orientar o funcionamento dos diversos órgãos das empresas (BRASIL; 1976).

No ambiente brasileiro, estudos como os de Crisóstomo, López-Iturriaga e Valledado (2014), Claensses e Yurtoglu (2013), Crisóstomo e Brandão (2019), e Crisóstomo, Brandão e López-Iturriaga (2020) evidenciaram que a dispersão do de propriedade no Brasil é do tipo concentrada, com a presença de pelo menos um acionista majoritário, o qual detém em torno de 60% da propriedade, 77% dos direitos de voto em detrimento dos direitos ao acesso ao residual, e que que o controle disperso nas empresas participantes do mercado acionário brasileiro é de somente 13,5%.

A identidade do acionista controlador no Brasil é exercida na seguinte ordem de predominância: 1º) *blockholders*; 2º) família e 3º) por outros, como: empresas privadas nacionais e/ou estrangeiras, governo. Os autores também identificaram que dentre as empresas brasileiras o controle via *blockholders* ocorre em 82,06% das empresas, sendo esse bloco formado por no máximo 5 acionistas que juntos detém mais de 50% das ações com direito a voto (CRISÓSTOMO; BRANDÃO; LÓPEZ-ITURRIAGA, 2020).

Diante dos dois cerne da estrutura de propriedade – nível de dispersão e identidade dos acionistas, - faz-se relevante abordar as duas formas que o controle pode ser exercido: i) controle mediante estrutura piramidal; ii) controle mediante estrutura cruzada. A estrutura de propriedade e controle piramidal ocorre quando na existência de interações acionárias de várias

empresas participando uma das outras em volume de participações distintas de voto e direitos ao fluxo caixa, criando assim uma cadeia de pirâmide de perpetuação do controle. Já a estrutura de propriedade com controle cruzado ocorre quando há um intercâmbio de participação acionária entre duas empresas em um fluxo bidirecional (ALDRIGHI; MAZZER NETO, 2005; ALDRIGHI; POSTALI; DIAZ, 2018; 2007; ANDRADE; BRESSAN; IQUIAPAZA, 2014).

Segundo a Khanna e Yafeh (2007), e Adams e Ferreira (2008), estas duas formas do acionista controlador exercer seu controle são uma consequência da emissão de duas classes de ações distintas: as ordinárias (com direito a voto, sem a preferência no fluxo caixa) e as preferências (sem direito a voto, com preferência no fluxo caixa). Gorga (2009), e Bortolon e Leal (2014) destacam que no contexto brasileiro há uma prática comum da emissão de duas classes de ações. Segundo Adams e Ferreira (2008) essa não é uma prática usual fora da realidade da América Latina, e se deve a dualidade nas emissões de ações, a qual prejudica uma regra basilar das práticas de Governança Corporativa: cada ação deve corresponder a um voto.

Diante do exposto do quem vem a ser a estrutura de propriedade e qual a predominância de características desta no ambiente brasileiro a literatura acerca da temática destaca três efeitos oriundo da estrutura de propriedade: i) o efeito da expropriação, ii) o efeito da substituição, e iii) o efeito do entrincheiramento.

#### 2.2.2.1 *Efeito da expropriação*

Um dos efeitos reportados na literatura que a estrutura de propriedade concentrada pode gerar é o chamado efeito da expropriação, o qual ocorre quando, em uma estrutura de propriedade concentrada, o acionista majoritário se beneficia do seu poder de influência em detrimento da riqueza dos acionistas minoritários (BOZEC; BOZEC, 2007; DYCK; ZINGALES, 2004; LA PORTA *et al.*, 2000).

O controle é obtido através da aquisição e manutenção de ações ordinárias, as quais fornecem o direito ao voto, aquele(s) que concentram a maioria das ações com direito a voto, o que lhes confere poder nas decisões estratégicas da empresa. Os acionistas com ações sem direito a voto, as chamadas ações preferências, também detém a propriedade, entretanto tem preferência no recebimento dos fluxos de caixa futuros em detrimento do controle, ou seja, do direito ao voto, sendo que seus ganhos futuros oriundo de fluxo de caixas ficam condicionados as decisões e estratégias. A existência de diferenças dos direitos entre ações ON e PN podem

resultar em comportamento oportunistas, combinadas com o uso político podem gerar e potencializar os conflitos de agência (VICTER, 2018). No Brasil, a partir da alteração da Lei 10.303 de 2001, em seu art. 15, §2º, o limite de emissão de ações PN é de 50%, o que implica que o controle ser exercido a partir da detenção de 25% das ações ON mais 1 voto (BRASIL, 2001).

Dessa forma o acionista minoritário, interessado em um maior monitoramento dos benefícios privados, em prol do recebimento de fluxo de caixa futuros (*cash flow*) à mercê do controle do(s) majoritários, é penalizado, pois o custeio do monitoramento reduz seu acesso ao residual, ao passo que o majoritário pode exercer compensações em seu próprio benefício como a realização de compra e venda de participações, proteção de sua posição como executivo da empresa, negociações realizadas com outras empresas de sua predileção para obtenção de vantagens pessoais (BRANDÃO; CRISÓSTOMO, 2015). Por sua vez, o acionista majoritário com interesse na manutenção de seus benefícios privados de controle, pode influenciar a manutenção de um menor nível de monitoramento via sistema/práticas de Governança Corporativa.

Esse cenário configura o conflito de agência do tipo principal-principal onde há um desalinhamento dos interesses entre o acionista controlador e os acionistas minoritários, cenário que pode ser potencializado: i) caso exista um número reduzido de *insiders* na composição acionária da empresa, ii) se há uma maior diferença entre o volume de ações ordinárias (ON) e preferencias (PN), e iii) se inexistem mecanismos de fornecimento de maior garantia ao acionista minoritário como o *tag along* (BOZEC; BOZEC, 2007; CRISÓSTOMO, BRANDÃO, LÓPEZ-ITURRIAGA, 2020; JENSEN; MECKLING, 1976; YOUNG *et al.*, 2008).

#### 2.2.2.2 *Efeito da substituição e efeito do alinhamento*

Um outro potencial efeito de nível de dispersão da propriedade é o efeito da substituição, o qual ocorre quando o exercício do monitoramento da gestão o qual conforme-te o IBGC (2016) está a cargo do Conselho de Administração, passa a ser exercidas ou sofrer pressões do acionista controlador (CAIXE; KRAUTER, 2013). Em contextos com alta concentração de propriedade, as atribuições do conselho de administração no que tange a sua função de monitoramento, assim como o alinhamento das partes interessadas e recebimento dos

dividendos apropriados podem ser enfraquecidas ou até “usurpadas” pelo acionista controlador (PEIXOTO; BUCCINI, 2013).

Por sua vez, quando o acionista controlador substitui as atribuições do conselho de administração no monitoramento da gestão de força eficaz, ou seja, não aumento do desalinhamento, e sim favorecendo o alinhamento entre gestão e controle, tem-se o efeito alinhamento, o qual decorre do fato de que o não há como expropriar riqueza de si mesmo, quando na presença de alta concentração de propriedade, sendo que o melhor resultado da empresa é benéfico, principalmente, para o maior acionista e detentor do controle (CAXIE; KRAUTER, 2013).

A ocorrência do efeito da substituição é conforme La Porta *et al.* (2000) mais observável em países com baixo *enforcement* dos credores e dos acionistas minoritários, potencializando o poder do acionista controlador de atuar ele próprio na atribuição de monitoramento. Para Desender *et al.* (2013) existe uma relação entre a dispersão da propriedade e o a atuação do conselho de administração, no qual, quanto menor seja a concentração de propriedade há uma maior atuação do conselho de administração no conflito de agência do tipo principal-agente, ao passo que quanto maior a concentração, ocorre uma redução da atuação do conselho de administração nesse tipo de conflito e ocorre o conflito do tipo principal-principal (acionista majoritário *versus* acionistas minoritários), e não ao conflito principal-agente, o que não quer dizer que esse tipo de conflito não exista, apenas não é o predominante.

Segundo Brandão e Crisóstomo (2015) o descompasso entre as ações com direito a voto e as ações com direito ao fluxo de caixa acentuam tanto o efeito da expropriação, assim como o efeito da substituição. Dessa forma, quanto maior esse hiato, maior estímulo para o ambiente com alta concentração de propriedade, a qual favorece a atuação mais direta do acionista controlador sobre a gestão, sobrepujando a atuação do Conselho de Administração.

### 2.2.2.3 *Efeito do entrincheiramento*

A expressão entrincheiramento refere-se ao efeito resultante do acionista controlador entrincheirado pelos seus direitos de voto, em uma posição protegida, de maior resistência e com acesso à informação privilegiada quando em comparação aos acionistas minoritários. Dessa posição entrincheirada decorrem ações do acionista controlador a favor da redução da qualidade da informação contábil, comportamento oportunista do acionista controlado acerca da política de dividendos, gerenciamento do lucro, com finalidade de não

expor as expropriações realizadas pelo acionista controlador (COELHO; HOLANDA; MOURA, 2017; PRAZERES, 2018). O acionista controlador entrincheirado atua diretamente no processo decisório, respaldado pela sua maior concentração de propriedade com direito a voto, diferente do que ocorre no efeito substituição no qual o acionista controlador atua no monitoramento da gestão tendo como motivação influenciar as destinações do fluxo de caixa.

Como observado por Coelho, Holanda e Moura (2017), uma das consequências do efeito do entrincheiramento do acionista controlador é o efeito da expropriação, por isso Sarlo Neto, Lopes e Dalmácio (2010), assim como Khanna e Yafeh (2007), e Adams e Ferreira (2008), atribuem o efeito do entrincheiramento ao descompasso da emissão de duas classes de ações (ON *versus* PN), o qual é característico do contexto brasileiro conforme Gorga (2009), e Bortolon e Leal (2014), Konraht, Consoni e Fonseca (2020). Para Sarlo Neto, Rodrigues e Almeida (2010), Yu (2013), Lara, Osma e Penalva (2014) e Prazeres (2018), a mitigação do efeito do entrincheiramento do acionista controlador pode ser obtida mediante o emprego de um maior nível do conservadorismo condicional para redução de assimetrias de informação existentes, permitindo assim uma maior atuação dos acionistas minoritários no exercício do monitoramento e expropriação de parcela de sua riqueza.

Há de se relatar a existência de uma segunda perspectiva do entrincheiramento a qual segundo Fama (1980; 1983) refere-se ao entrincheiramento do gestor, o qual ocorre quando o gestor se encontra em posição de poder dentro da empresa, sendo esse poder representado pela própria tomada de decisão em si, e a discricionariedade sobre o uso do orçamento, combinados a um fraco monitoramento dos gestores (BERGER; OFEK; YERMACK, 1997). A fim de manter sua posição, o gestor pode ter ações que mantenham a estrutura de capital da empresa enxuta, ou seja, com menor nível de endividamento, mantendo assim o seu poder pela manutenção de alto nível de orçamento, acarretando o conflito de agência do tipo gestor-principal (ANDRADE; ROSSETTI, 2006; CLAESSENS; FAN, 2002). Entretanto, tal comportamento pode ser prejudicial para a empresa, perdendo oportunidades de crescimento. Ademais, Shleifer e Vishny (1989) uma das formas de mitigar o entrincheiramento do gestor é por meio do aumento da concentração de propriedade, na qual abre-se margem para o efeito do alinhamento, visando a redução do conflito gestor-principal, devido a atuação mais próxima do acionista controlador sobre a gestão, e por conseqüente pode-se alcançar maiores níveis de endividamento, reduzindo o orçamento sob a discricionariedade do gestor (JENSEN, 1986).

## 2.3 Governança Corporativa

Pode-se conceituar a Governança Corporativa como um sistema que permeia toda a corporação, dirigindo-a e controlando-a, em prol da proteção dos direitos dos acionistas, redução de conflitos, redução de riscos e do custo de capital, melhoria da performance da empresa, alocação eficiente de recursos, manutenção e geração de valor à empresa. O sistema de Governança Corporativa é operacionalizado via mecanismos internos e externos à empresa, e envolve desde acionistas, executivos, credores e fornecedores, conferindo transparência, responsabilidade corporativa, equidade, e prestação de contas sobre as atividades da empresa (CADBURY COMMITTEE, 1992; IBGC, 2016; 2018; OCDE, 2003; 2015; 2021; PALHARES *et al.*, 2019; SANTOS *et al.* 2020; SHLEIFER; VISHNY, 1997; ZUCHRUF *et al.*, 2019).

No meio corporativo, a Governança Corporativa obteve maior destaque após a repercussão e impactos gerados por fatos corporativos como a tentativa de aquisição do controle da Texaco em 1984, e o escândalo da Enron em 2001, sendo que este último impactou vorazmente o mundo dos negócios para além das fronteiras norte-americanas (SILVA, 2016). A crise gerada pelo escândalo da Enron de 2001 motivou a aprovação da Lei Sarbanes-Oxley pelo governo americano em julho de 2002, a qual visava resgatar a confiança mundial nas práticas mercadológicas e corporativas das empresas americanas, sendo a Lei Sarbanes-Oxley um meio legal de *enforcement* para o *compliance* corporativo (SANTOS; LEMES, 2007).

No Brasil, a Governança Corporativa iniciou seu processo de destaque dentro das empresas na década de 90, com a abertura do mercado de capitais, e assim como ocorrido nos EUA, esse destaque também se deveu a escândalos corporativos nacionais (Bamerindus e Banco Econômico), os quais foram potencializados pelo escândalo da Enron de 2001 (COSTA; WOOD JÚNIOR, 2012). Em 1995, houve a criação do Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), o qual em 1999, foi rebatizado como Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), que é atualmente o principal organismo de fomento da Governança Corporativa no Brasil, e tem o apoio da CVM e da bolsa de valores brasileira, a B3 (SAMPAIO, *et al.*, 2020; SANTOS *et al.* 2020; OLIVEIRA *et al.*, 2012).

Atualmente, as boas práticas de Governança Corporativa estão, frequentemente, elencadas em códigos de boas práticas de Governança Corporativa, como também em instrumentos legais/normativos em muitos países. No Brasil, o grande conjunto de práticas de Governança Corporativa é de caráter voluntário, havendo algumas práticas obrigatórias previstas na legislação societária (Lei 6.404/76). Um exemplo de prática prevista na lei é a

exigência de um percentual mínimo de *tag along* (BRASIL, 1976; 2001). Há um estímulo à adoção voluntária de práticas de Governança Corporativa. Um levantamento da OCDE mostra que 94% dos países acompanhados não obriga a adoção de práticas de Governança Corporativa. No entanto, é muito comum a imposição de algumas destas práticas em alguns países, como ocorre na Arabia Saudita, na Índia, na Turquia, nos Estados Unidos da América, na Costa Rica e na China (OCDE, 2021).

Para a OCDE os princípios de Governança Corporativa visam proporcionar normas que sirvam para a construção de sistemas financeiros sólidos, tanto nacionais, como mundiais. Para tanto, a OCDE divulgou, em 2003, os sete princípios basilares do sistema de Governança Corporativa, os quais foram revistos em 2015 (OCDE, 2003; 2015). Dessa revisão, a OCDE enumerou seis princípios, os quais versam sobre: i) o *framework* de uma estrutura de Governança Corporativa eficaz; ii) direitos, equidade de tratamento entre Acionistas, e principais funções de propriedade; iii) investidores institucionais, mercados de ações e outros intermediários; iv) o papel dos *stakeholders*; v) divulgação e transparência; e vi) as responsabilidades do conselho de administração. Esses princípios têm caráter orientativo e são adaptáveis a cada país, e/ou região (OCDE, 2003; 2015).

Para o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) a estrutura da Governança Corporativa apresenta quatro princípios do sistema de Governança Corporativa no âmbito nacional, cujo objetivo é propiciar uma ação coesa dos representantes da estrutura organizacional, sob um mesmo ideal de gestão. Esses quatro princípios são (IBGC, 2018): i) a transparência (*disclosure*); ii) a equidade (*fairness*); iii) o *accountability*; e iv) a responsabilidade corporativa. Esses princípios foram definidos com base nos princípios da OCDE, e nas orientações do *Guidance on good practices in corporate governance disclosure* emitido pela ONU (UNCTAD, 2006). Os princípios de Governança Corporativa devem ser observados e seguidos pelos mecanismos de Governança Corporativa. Esses mecanismos podem ser internos ou externos à empresa. Os mecanismos externos visam suprir lacunas não alcançadas pelos mecanismos internos (AGUILERA *et al.*, 2015).

O Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC (Código do IBGC), foi organizado em torno de seis dimensões da Governança Corporativa, os quais são: i) propriedade (acionistas); ii) conselho de administração; iii) gestão; iv) auditoria independente; v) conselho fiscal, e vi) a empresa deve possuir um código sobre a Conduta e o Conflito de Interesses (IBGC, 2018). Para cada uma dessas dimensões, o Código do IBGC dispõe de uma série de práticas, as quais estão segregadas por assuntos pertinentes a cada uma delas.

Atualmente, o Código do IBGC elenca 420 práticas, distribuídas em: i) 85 práticas sugeridas para com os Acionistas, ii) 180 práticas para com o Conselho de Administração, iii) 33 práticas para com a gestão, iv) 75 práticas para com os órgãos de fiscalização e controle, v) e 47 práticas referentes a Conduta para resolução de conflitos (IBGC, 2018).

## **2.4 Desenvolvimento das hipóteses de pesquisa**

### **2.4.1 O endividamento e a Governança Corporativa**

A implantação de práticas de Governança Corporativa é proposta como capaz servir como atributo de respaldo ético, moral, estratégico das empresas para com os seus credores quando da captação de recursos externos a empresa. O maior respaldo (confiabilidade, credibilidade) alcançado pelas empresas devido à implantação de práticas de Governança Corporativa se converte em um “*status*” de garantia da empresa para com seus credores. Esse *status* sinaliza aos credores que há um alinhamento entre a gestão e a estratégia dos proprietários, além da definição e da sinergia dos papéis e funções de cada um desses atores do ambiente corporativo (CICOGNA; TONETO JUNIOR; VALLE, 2007; SHEIKH; WANG, 2012; EL-HABASHY, 2018). O conjunto articulado das práticas de Governança Corporativa pode ser motivo influenciador para que os credores facilitem a concessão de crédito e alonguem prazos de dívidas, propiciando uma melhor capacidade de acesso ao financiamento externo pela empresa, e reduzindo o custo da dívida (SILVEIRA; PEROBELLI; BARROS, 2008; FONSECA; SILVEIRA; HIRATUKA, 2016; PINHEIRO *et al.*, 2017; NISIYAMA; NAKAMURA, 2018; PÓVOA; NAKAMURA, 2015).

Os princípios da transparência e da prestação de contas do sistema de práticas de Governança Corporativa contribuem para potencializar a redução da assimetria de informações que possa existir entre empresa e credores. Além disso, a redução da assimetria de informações implica na redução da ocorrência da seleção adversa, e favorece o exercício do monitoramento do credor sobre a empresa tomadora dos recursos, mediante a melhora na qualidade da informação contábil e aumento da confiabilidade das informações (BARBEDO; SILVA; LEAL, 2009; MALACRIDA; YAMAMOTO, 2006; PIRES; MACAGNAN, 2013).

O maior nível de transparência sobre os dados e informações da empresa permite que os acionistas, principalmente os minoritários, tomem conhecimento de informações estratégicas, e possam desempenhar melhor a sua atuação no conselho de administração e assembleia geral ordinária acerca de temas que versem sobre o plano estratégico da empresa,

as premissas e análises levadas em consideração para a tomada de decisão dos executivos no que tange, principalmente, a captação de recursos, para posterior aplicação em ativos (ESPEJO; DACIÊ, 2016). A divulgação e confiabilidade das informações contábeis, lastreadas pelo sistema de práticas de Governança Corporativa, propicia que mesmo em ambiente de assimetria de informações as decisões sobre cessão de financiamento para as empresas sejam tomadas, possibilitando que o credor analise o risco de crédito mais fidedigna, pois as práticas de Governança Corporativa possibilitam a redução de assimetria de informações existências sobre o risco de *rating* da empresa, assim como a melhor compreensão dos componentes do risco de *rating*, como: o risco de *default*, risco de exposição e risco de recuperação (BESSIS, 1998; BRITO; ASSAF NETO; MACHADO; MACHADO; CORRAR, 2009; CARMONA; FUENTES; RUIZ, 2016; ELSHANDIDY; NERI, 2015; SERRA; LEMOS, 2020).

A adoção de um sistema de práticas de Governança Corporativa pode prevenir situações de subinvestimento, por exemplo. O subinvestimento ocorre quando os credores dificultam a concessão de crédito para a empresa que tens bons projetos de investimento, mas apresenta alto risco de falência devido a seu elevado endividamento. Essas dificuldades podem concretizar-se na negação do crédito, aumento das garantias exigidas, aumento dos juros e redução dos prazos (KONRAHT; CONSONI; FONSECA, 2020; MORGADO; PINDADO, 2003; MYERS, 1977; STIGLITZ; WEISS, 1981). Um melhor nível de governança pode permitir melhor controle do nível de endividamento e, principalmente, sinalizar aos credores um maior compromisso com a qualidade de seus projetos de investimento e seriedade em honrar compromissos de dívida (FRANCIS; HASAN; WU, 2012).

A literatura tem apresentado evidência no sentido de que, de fato, a Governança Corporativa é capaz de interferir na captação de recursos externos pela empresa (CICOGNA; TONETO JUNIOR; VALLE, 2007; CRISÓTOMO; PINHEIRO, 2015; FONSECA *et al.*, 2016; PINHEIRO *et al.*, 2017; SILVEIRA; PEROBELLI; BARROS, 2008; SILVEIRA *et al.*, 2010). Algumas práticas foram avaliadas isoladamente e verificou-se, por exemplo, que nas empresas norte americanas (BERGER; OFEK; YERMACK, 1997) e nas empresas brasileiras atuantes na bolsa de valores (SILVA; SANTOS; ALMEIDA, 2011) há uma relação inversa entre tamanho do conselho e o nível de endividamento. Esse achado indica que no contexto brasileiro marcado pela presença do acionista controlador, menores conselhos de administração podem ficar sujeitos a influência do acionista controlador, ou tem sua função de atuação substituída pelo monitoramento direto do acionista controlador sobre a gestão, o qual com vistas a satisfação de seus interesses pode elevar o nível do endividamento, o qual pode, inclusive, atuar diretamente

nas tomadas de decisão sobre financiamentos (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2014; FREITAS *et al.*, 2020).

Em Gana observou-se que a presença de membros externos no conselho de administração (*outsiders*), influencia positivamente a captação de dívida pela empresa, ou seja, a presença de conselheiros externos influencia em um maior endividamento (ABOR, 2007). Em sentido oposto, nas empresas chinesas (WEN *et al.*, 2002), a maior presença de conselheiros externos mostrou-se capaz de reduzir o endividamento da empresa, o que pode ser resultado de um monitoramento mais enérgico dos conselheiros externos os quais possuem um perfil de maior aversão à elevação do risco de falência da empresa.

Na Tailândia, relativo a as práticas de Governança Corporativa da dimensão de fiscalização e monitoramento, observou-se que o maior número de membros do comitê de auditoria causa um efeito adverso sobre o endividamento. Esse resultado o que pode indicar que maiores comitês de auditoria tendem ao conservadorismo, restringindo a tomada de decisão dos gestores por estratégias ariscadas de financiamento, visando assim, conter o risco e custos de falência (DETTAMRONG; CHANCHARAT; VITHESSONTHI, 2017).

A permissão da dualidade das posições de CEO e de presidente do conselho de administração (*Chairman*), prática não recomendada por colocar em risco o funcionamento do sistema de Governança Corporativa e comprometer a independência do conselho, podendo facilitar decisões favoráveis ao CEO, incluindo-se aí alocação ineficaz dos recursos. Esta dualidade do CEO mostrou ser capaz de impulsionar o endividamento nas empresas da Malásia (SAAD, 2010), assim como no Egito (EL-HABASHY, 2018). No Brasil, as empresas em listagem diferenciadas de Governança Corporativa na B3 tem incentivo a ausência de dualidade do CEO, com o intuito de incentivar a maior aderências das empresas as práticas de Governança Corporativa, e empiricamente observou-se a existência de uma relação negativa entre os custos de agencia e a dualidade do CEO, sendo que o aumento dos custos de agencia é um dos reflexos da adoção de práticas de Governança Corporativa para mitigação do conflito de agência (OLIVEIRA; MOSER, 2015).

Alguns trabalhos encontraram resultados no sentido de que um conjunto de boas práticas de Governança Corporativa é capaz de contribuir para o incremento do endividamento da empresa, significando que este sistema de governança mais aprimorado é capaz de facilitar o acesso ao financiamento externo (CICOGNA, TONETO JUNIOR; VALLE, 2007; FONSECA, SILVEIRA; HIRATUKA; 2016; MAPURUNGA; PONTE; OLIVEIRA, 2015;

PEIZHI; RAMZAN, 2020; PINHEIRO *et al.*, 2017; SILVEIRA; PEROBELLI; BARROS, 2008).

Os resultados são indicativos de que, de fato, a maior adoção de práticas de Governança Corporativa pela empresa lhe confere uma maior credibilidade e confiança junto aos credores e mais fácil acesso ao financiamento externo. Neste sentido, um sistema de Governança Corporativa bem estruturado, como preconizado teoricamente, parece ser capaz de atenuar conflitos de agência, reduzir assimetria informativa entre empresa e mercado, e assim melhorar a imagem da empresa perante investidores externos. Esta argumentação motiva a proposição da Hipótese 1 que sugere o efeito favorável da melhor Governança Corporativa sobre a capacidade de endividamento da empresa como a seguir declarado:

**Hipótese 1** – *Um melhor nível de adoção de práticas de Governança Corporativa favorece o endividamento.*

#### **2.4.2 O endividamento subsidiado e a Governança Corporativa**

O marco diferencial da dívida subsidiada para com as demais dívidas está na figura do credor, o qual é o Estado, ou uma instituição que o representa. A adoção de práticas de Governança Corporativa pelas empresas informa ao Estado, na qualidade de credor, a existência de uma política em prol da conduta ética dos gestores, transparência, proteção dos direitos dos acionistas e no *accountability* (CASTRO *et al.*, 2020; FONTES FILHO; PICOLIN, 2007).

A comprovação de adoção de práticas de Governança Corporativa por empresas tomadoras de crédito subsidiado pode ajudá-las na análise realizada pelo credor, com vistas a redução dos custos de transação, haja vista que a dívida subsidiada deve ser quitada mediante as cláusulas estabelecidas em contrato, como ocorreria em uma instituição de crédito privado. Segundo Prates e Leal (2005), para os responsáveis por tomadas de decisão sobre financiamentos, os custos de transação do endividamento são o fator de maior preocupação no momento de alavancar a empresa. Esse achado se alinha com a resposta dos executivos das empresas que optam, predominantemente, por alavancar a empresa por meio da captação de dívida quando observam que as taxas de juros estão mais atrativas, sendo está última uma característica marcante do crédito subsidiado em relação ao crédito financeiro convencional, além de buscar a captação de dívidas como forma de redução do custo médio ponderado de capital.

Alinhadas com a relevância das temáticas ambientais, sociais e de governança (ASG ou ESG - *environmental, social and governance*), que mundialmente tem exigido uma maior participação e compromisso das empresas com a preservação e uso de recursos sustentáveis, as novas diretrizes do BNDES partem do princípio de responsabilidade social corporativa e estão voltadas para fomentar prioritariamente as empresas que comprovem seu compromisso com o meio ambiente, a sustentabilidade, e adoção de práticas de Governança Corporativa, as quais podem ser analisadas mediante a Metodologia de Avaliação de Empresas (MAE) do próprio BNDES, a qual visa capturar melhor o risco do crédito do cliente (BNDES, 2021b; SIMONASSI; ARRAES; SILVA, 2017). Para tanto, o BNDES criou em 2021 o *Sustainability Bond Framework* (SBF) o qual visa que o banco emita títulos verdes a serem negociados no mercado de capitais internacional, e cuja renda visa financiar projetos (novos ou não) alinhados com a ASG, com foco prioritariamente ambiental ou social (BNDES, 2021c). A Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) emitiu, em janeiro de 2020, recomendações para a análise de cessão de crédito para investimentos que incluam a ASG em suas análises (ANBIMA, 2020). Essas recomendações da ANBIMA se alinham com ações do BNDES, as quais estão em consonância com as resoluções nº 4.327/14 e 4.661/18 do BACEN, para cessão de crédito prioritário às empresas comprometidas com a redução de resíduos do processo produtivo, e uso de energias renováveis (BACEN, 2014; 2018).

Os recursos oriundos dos bancos de desenvolvimento, como o BNDES, visam fomentar o desenvolvimento econômico, e conseqüentemente o desenvolvimento social, seja de um segmento de atuação, ou no desenvolvimento de uma região. As práticas de Governança Corporativa podem conferir às empresas um diferencial competitivo no que tange ao acesso ao crédito, podendo favorecer o seu acesso ao crédito subsidiado (GRÜN, 2003). A relação da dívida subsidiada no Brasil com práticas de Governança Corporativa, ou sua presença e relevância para a estrutura de capital das empresas brasileiras pouco tem sido alvo de estudo, fato que foi observado nas pesquisas de Pinheiro *et al.* (2017) e Póvoa e Nakamura (2014; 2015).

A cessão de crédito subsidiado, devido a seu elo com o desenvolvimento social, deve estar alinhada com os princípios de Governança Corporativa, principalmente no que diz respeito à transparência sobre a aplicação dos recursos, alinhando-se assim com princípios da administração pública como o da publicidade, e da responsabilidade dos agentes públicos com a qualidade e alocação do gasto público, visando uma gestão de recursos que promova a eficiência, eficácia e efetividade dos recursos públicos, de acordo com os programas de governo

definidos previamente e alinhados com a execução orçamentária e financeira (TORRES; ZEIDAN, 2016). Além disso, há evidência de que empresas maiores e mais maduras têm mais capacidade de contratar financiamento subsidiado junto a bancos de desenvolvimento (BONOMO; BRITO; MARTINS, 2015).

Há de destacar que os bancos de desenvolvimento focam em fomentar projetos de longo prazo e com um risco moderado. Nesse sentido, a adoção de boas práticas de Governança Corporativa pode ser importante instrumento que sinalize a preocupação em mitigar riscos aos quais a empresa esteja sujeita, dentro dos quais está o risco de desvio de finalidade dos recursos captados em caso de incorrência do gestor em risco moral (corrupção) (MUSACCHIO; LAZZARINI; AGUILERA, 2015).

Apesar da relação entre dívida subsidiada e as práticas de Governança Corporativa ainda ser pouco explorada, a argumentação sobre Governança Corporativa sugere que empresas com um sistema de Governança Corporativa bem qualificado tendam a ter um melhor relacionamento com *stakeholders*, melhor padrão de divulgação de informações, redução de assimetria informativa, e menor nível de risco. Estes elementos se alinham com as premissas éticas orientadoras do gasto público no que tange à alocação eficiente de recursos, responsabilidade fiscal, fomento à transparência da informação para a redução da assimetria de informações. Assim, propõe-se uma hipótese que sugere que empresas com melhor padrão de Governança Corporativa terão mais potencial para obter financiamento subsidiado:

**Hipótese 2** – *A adoção de práticas de Governança Corporativa favorece a captação de dívida subsidiada.*

### **2.4.3 O endividamento e a concentração de propriedade**

Algumas pesquisas foram desenvolvidas visando capturar o efeito quadrático da concentração de propriedade sobre a estrutura de capital ou endividamento. A relação quadrática, diferente da linear, apresenta um ponto de inversão na qual tem-se a alteração da relação de influência inicialmente evidenciada, conferindo assim um formato gráfico em U entre a variável estudada e as variáveis explicativas. Tais pesquisas foram direcionadas a capturar a presença do efeito substituição e/ou alinhamento assim como a presença do efeito entrenchamento a partir de um determinado nível de concentração de propriedade. Como exemplo tem-se as pesquisas de Caxie (2013); Crisóstomo, Pinheiro e Nakamura (2020), Liu, Tiang e Wang (2011). Já as pesquisas que evidenciaram uma relação linear entre a concentração

de propriedade e estrutura de capital têm-se: Mamede *et al.* (2019); Shiri, Salehi, Radbon (2016), Crisóstomo e Pinheiro (2015), Sheikh e Wang (2012), Berger, Ofek e Yermack (1997), Fosberg (2004), e Yaseen e Al-Amarneh (2013). Mediante as distintas abordagens, esta pesquisa aborda no seu rol argumentativo tanto as pesquisas de relação linear como de relação quadrática.

A pesquisa de Kim e Sorensen (1986) indica que as firmas cuja estrutura de propriedade é composta por acionistas majoritários que também são executivos tende a apresentar maiores níveis de endividamento, achado que se alinha com a pesquisa de Yaseen e Al-Amarneh (2013) e de Brailsford, Oliver e Pua (2002), sendo que estes últimos também evidenciaram que firmas com *blockholders* possuem menores níveis de endividamento. Por sua vez, Chow *et al.* (2018) evidenciou que a presença de *blockholders* aliada as práticas de Governança Corporativa inibem o nível de endividamento quando as empresas vivenciam momentos de alta volatilidade no mercado, indicando que esse tipo de acionista exerce maior alinhamento dos interesses dos proprietários e ações da gestão, evitando que a empresa assuma dívidas em cenários incertos, sendo no Brasil a concentração de propriedade tem o *blockholders* como a tipologia predominante de acionista majoritário.

Soma-se a essas características, o argumento de Konraht e Soares (2020) e Konraht, Consoni e Fonseca (2020), que no Brasil, os credores apresentam uma maior aversão a mudança do controle que os conflitos de agência, pois devido a dependência do uso da dívida com terceiros os acionistas controladores mostram-se preocupados com o monitoramento, a fim de ter respaldo junto aos credores e garantir que haja a observância e o cumprimento de cláusulas contratuais (BYUN *et al.*, 2013). Konraht, Consoni e Fonseca (2020) sinalizam que no Brasil, os credores podem ter maior aversão a alta concentração de propriedade, pois a política de financiamento da empresa pode sofrer a influência do poder do acionista controlador para obtenção de vantagens pessoais em detrimento dos demais stakeholders, onde inclui-se os credores.

Boateng *et al.*, (2017) expôs que a China apresenta distintas relações entre a concentração de propriedade e a identidade do acionista controlador com a estrutura de capital, de forma que quando há uma concentração de propriedade estatal *versus* a concentração de propriedade privada, a concentração de propriedade privada apresentou-se positiva, mas insignificante, ao passo que a primeira apresentou relação significativa, mas negativa. Tais resultados são contrários aos achados de Liu, Tiang e Wang (2011) os quais constataram que empresas chinesas estatais apresentam uma alavancagem maior que as empresas chinesas não

estatais. Destaque-se que as empresas estatais se configuram como empresas de estrutura de propriedade concentrada, tendo como o acionista controlador o estado. A divergência de resultados entre as pesquisas de Boateng *et al.*, (2017) e Liu, Tiang e Wang (2011) reflete como concentração de propriedade exercida por distintas identidades de acionista controlador pode exercer diferentes resultados sobre as decisões de estrutura de capital, tendo em vista que as pesquisas foram realizadas em um mesmo ambiente, mas em momentos distintos, sugerindo a existência de um dinamismo entre as temáticas.

Liu, Tiang e Wang (2011) em estudo com empresas chinesas de controle estatal e de controle privado obtiveram como resultado que a presença de um grande acionista está negativamente relacionada com o endividamento de longo prazo, o que os autores atribuem ao ambiente chinês ser de forte conflito entre os acionistas. Esse achado vai de encontro as evidências empíricas de Crisóstomo e Pinheiro (2015) evidenciaram uma relação direta significativa entre a concentração de propriedade e o endividamento de longo prazo das empresas brasileiras listadas na atual B3, no período de 1996 a 2012. Para Crisóstomo e Pinheiro (2015), esse achado revela a preferência das empresas brasileiras pela captação de dívida de longo prazo para realização de investimentos, em virtude do ambiente nacional de alta concentração de propriedade. Dessa forma, há uma preferência por captação de dívida externa à emissão de ações.

O menor interesse na emissão de ações pode ser uma forma de manutenção de poder, haja visto que novas emissões de ações dispersam a propriedade, pulverizando o controle. Essa relação positiva entre concentração de propriedade e endividamento de longo prazo também observada por Sheikh e Wang (2012) para os quais os maiores acionistas ou *blockholders* utilizam o maior nível de endividamento como mecanismo capaz de mitigar o comportamento oportunista dos gestores. Além disso, para os autores esse dado revela uma maior habilidade dos grandes acionistas e *blockholders* em forçar os gestores a elevarem o nível de endividamento da empresa, ocasionando assim um alinhamento entre principal-gestor.

Relativo à existência de um acionista controlador, seja este estatal ou privado e ao desenvolvimento regional, Liu, Tiang e Wang (2011) acharam uma relação negativa da concentração de propriedade estatal com o nível de endividamento de curto prazo em regiões pouco desenvolvidas. Já a concentração de propriedade estatal e o endividamento de longo prazo apresentaram uma relação quadrática (curva em formato de U) em regiões bem desenvolvidas, e em formato de U invertido em regiões pouco desenvolvidas. Já a relação da concentração de propriedade privada com o endividamento de curto prazo em regiões

desenvolvidas apresentou uma relação quadrática de U invertido, ao passo que para com o endividamento de longo prazo na mesma região a relação apresenta um formato de U.

Segundo Abobakr e Elgiziry (2016) o acesso a recursos externos de curto prazo junto a instituições financeiras, pode ser promovido pelo forte monitoramento, via Governança Corporativa, que determinadas identidades de acionistas controladores exercem sobre a firma, fornecendo maior segurança e confiabilidade aos credores. Nesse sentido, a pulverização da propriedade, enseja um ambiente que necessita de sistema de Governança Corporativa robusto, que supra as necessidades dos acionistas minoritários por informação assim como resguardem seus ativos da expropriação, e reduzam os problemas de agências, mais fortes em concentração dispersa de propriedade (SONZA, 2017), por sua vez impede o ativismo de outras identidades de acionistas como os minoritários e institucionais (BORTOLON; SILVA; CAMPOS, 2019; LEAL; CARVALHAL DA SILVA, 2006).

As pesquisas de Berger, Ofek e Yermack (1997), Fosberg (2004), e Yaseen e Al-Amarneh (2013) demonstraram haver uma relação positiva entre a existência de acionistas controladores, formado por blocos de acionistas minoritários, e o endividamento de curto prazo. Entretanto, Abobakr e Elgiziry (2016), assim como Friend e Lang (1988) apresentaram resultados contrários em suas pesquisas, nos quais as firmas cujo controle é exercido por meio de *blockholders* têm maior propensão a captação de recursos em curto prazo que a longo prazo.

Diante do exposto, a hipótese 3 foi elaborada sob os diversos argumentos apresentados, e de que a presença de maior concentração de propriedade implica na existência de conflito de agência do tipo principal-principal, sendo o maior endividamento uma das consequências da posição entrincheirada do acionista controlador. Por outro lado, a existência de maior concentração de propriedade pode configurar um ativismo do acionista controlador em detrimento dos interesses e ativismo dos acionistas minoritários, resultando assim na expropriação da riqueza dos acionistas minoritários e caracterizando o conflito entre acionista majoritário e acionista minoritário. Mediante a existência de estudos que apresentam resultados lineares quanto quadráticos sobre a relação existente entre a concentração de propriedade e a estrutura de capital, e que a perspectiva do maior ativismo para o exercício do monitoramento como para a expropriação a literatura sugere uma relação positiva entre maior concentração de propriedade e o endividamento, elaborou-se a hipótese de pesquisa 3 com base na abordagem quadrática por ela permitir capturar a existência de alternância dos efeitos da concentração de propriedade sobre a estrutura de capital.

**Hipótese 3** – *A maior concentração de propriedade nas empresas brasileiras influencia de forma quadrática, em formato de U invertido, o endividamento.*

#### **2.4.4 O endividamento subsidiado e a concentração de propriedade**

Crisóstomo e Pinheiro (2015) apontaram que no cenário brasileiro de concentração de propriedade favorece endividamento das empresas, e que na escassez de fluxo de caixa livre as empresas brasileiras recorrem a dívida para com terceiros. Dessa forma, as empresas recorrem ao endividamento com instituições financeiras, valendo-se dos benefícios fiscais associados como: a redução de juros, a criação da Reserva de Incentivos Fiscais – segundo o art. 195-A da Lei nº 11.638/07 que alterou a Lei nº 6.404/76, e a dedução no Imposto de Renda da pessoa jurídica tributada com base no lucro real. Esses benefícios podem potencializar a busca pela dívida subsidiada, sendo que Klemm e Van Parys (2012) evidenciaram que há uma interação de *trade off* entre a cessão de subvenções, e o imposto de renda, no nível da empresa, em países da América Latina.

Póvoa e Nakamura (2015) evidenciaram que a dívida subsidiada das empresas brasileiras apresenta uma relação positiva com o risco, ou seja, quanto maior o risco associado a empresa, maior o uso da dívida subsidiada. Esse resultado suporta a premissa da teoria do desenvolvimento econômico (SCHUMPETER, 1982), sendo que o uso de dívida subsidiada seria prioritariamente direcionado para suprir carências de crédito existentes à setores ou regiões com potencial de crescimento e desenvolvimento, mas que tem atrelado um risco ou custo alto, não suportado pelas instituições financeiras privadas, ou que quando suportado se torna inviável devido ao aumento do custo do capital (LIM; WANG; ZENG, 2018).

Além disso, conforme Siqueira (2019) a busca por financiamentos junto a bancos de fomento como o BNDES tem estreita relação com o incipiente mercado mobiliário brasileiro, o qual não supre as necessidades de grande parte das empresas brasileiras por financiamento externo, pois somente em torno de 470 empresas atuam na bolsa de valores, sendo o quantitativo de empresas, segundo o IBGE em 2017, da ordem de 5 milhões de empresas. Essa reduzida participação das empresas brasileiras no mercado mobiliário indica uma relevante perda estratégica para as suas políticas de financiamento, e dependência do capital externo perante instituições financeiras privadas e públicas.

Devido o campo do estudo da dívida subsidiada com a estrutura de propriedade, assim como com a estrutura de capital ainda ser um campo de estudo inexplorado, não havendo

premissas empíricas anteriores, o achado de Póvoa e Nakamura (2015), indiretamente, associa-se com a estrutura de propriedade através da Governança Corporativa, pois conforme Sonza (2017) a estrutura de propriedade pode ser considerada como um mecanismo do sistema de Governança Corporativa, evidenciando assim a estreita relação dessas duas temáticas.

Os achados de Póvoa e Nakamura (2015) também se alinham com os de Liu, Tiang e Wang (2011) quando observadas o emprego da dívida para o desenvolvimento regional, sendo no caso chinês, a atuação da concentração de propriedade no aumento do endividamento de longo prazo é mais usual em regiões já desenvolvidas. Esse fato pode ser devido as demandas mais complexas de uma região bem desenvolvida, o que não necessariamente implica que o desenvolvimento na localidade esteja exaurido, mas que seja distinto das necessidades e oportunidades de crescimento das regiões com menor nível de desenvolvimento.

Lim, Wang e Zeng (2018) apontam haver relação entre o uso de dívida subsidiada e redução dos custos de endividamento, assim como a existência de participação estatal na estrutura de propriedade eleva os custos da captação de crédito em instituições financeiras privadas, dessa forma os pesquisadores sugerem que o uso da dívida subsidiada é uma forma de substituição da dívida para com terceiros (bancária, emissão de ações).

A maior propensão ao endividamento das empresas também foi observado por Crisóstomo, Pinheiro e Nakamura (2020) sendo esse resultado atribuído a manutenção do poder do acionista controlador, o qual perderia parcela do seu poder com a emissão de ações como meio de obtenção de capital, entretanto, os pesquisadores não conseguiram afirmar que a existência de um maior nível endividamento implica na redução de emissões de ações, fato que os pesquisadores atribuem ao ainda incipiente desenvolvimento do mercado de ações brasileiro.

Por sua vez, Saac e Rezende (2019) evidenciaram que as empresas cujo controle acionário é privado apresentam mais de 600% de chances de captar dívida subsidiada do que as empresas cujo controle acionário é estatal, entretanto Liu, Tiang e Wang (2011) ponderam que há indícios de que a presença, mesmo que minoritária, do estado na estrutura de propriedade das empresas pode conferir vantagens políticas que favoreçam empresas com controle acionário privado a obterem crédito. Silva *et al.* (2018) e Costa *et al.* (2021) ressaltam que a propriedade concentrada favorece a assimetria de informações entre acionista controlador e minoritários, assim como potencializa conexões políticas empregadas para a obtenção de crédito a menores custos. Saac e Rezende (2019) também observaram que as empresas com contingentes fiscais são também as mais propensas a fazer uso da dívida subsidiada, o que pode ser visto como uma

estratégia empresarial para amenizar o acentuado contingente fiscal, via redução do custo de capital.

Por se tratar de um aspecto ao qual não se têm grandes referências empíricas da relação do nível de endividamento subsidiado com a estrutura de propriedade, sendo este um dos pontos diferenciais e relevantes deste trabalho, a hipótese de pesquisa 4 foi elaborada mediante as evidências da academia apresentadas, na qual se sugere que a maior concentração de propriedade pode ensejar situações de estímulo ao endividamento subsidiado devido a redução do custo de capital, o incipiente mercado mobiliário brasileiro, e ao maior poder do acionista controlador, o qual pode exercer maior monitoramento da gestão em prol da sua posição de poder, evitando a emissões de ações, e se beneficiando de conexões políticas relevantes para realizar projetos de investimentos mais arrojados.

**Hipótese 4** – *A maior concentração de propriedade nas empresas brasileiras exerce influência quadrática (formato de U invertido) sobre a captação da dívida subsidiada.*

#### ***2.4.5 Outros atributos da empresa propostos como associados ao endividamento***

Uma das linhas de pesquisa dentro da temática estrutura de capital visa investigar e identificar quais são os fatores determinantes para a estrutura de capital. Dentre os diversos estudos já realizados, o **tamanho** e a **tangibilidade** da empresa têm sido continuamente empregados nos modelos econométricos aplicados à estrutura de capital, sob o argumento que empresas com maior tamanho, e cuja parcela de seus ativos é constituída por mais bens tangíveis que intangíveis, podem oferecer garantias mais confiáveis aos seus credores, reduzindo, assim, a avaliação do risco de inadimplência, e por consequência, os custos de capital associados. As empresas, com base no “*going concern*”, ou princípio da continuidade, tendem a se tornarem maiores com o decorrer do tempo, o que pode significar o incremento do seu endividamento. Esse processo de amadurecimento proporciona também o seu crescimento em tamanho, e o acúmulo de *know-how* do seu negócio, o que por consequência, lhes propicia um potencial de uma performance superior e mais estável quando em comparação às empresas mais novas (CHANG; CHOU; HUANG, 2014; EROL, 2004; FRANK; GOYAL, 2003; LEMMON; ROBERTS; ZENDER, 2008; PINHEIRO *et. al* 2017; SILVEIRA; PERROBELLI; BARROS, 2008; SONZA; KLOECKNER, 2014; TRISTÃO; SONZA, 2019). Por essas razões e implicações, as teorias acerca da estrutura de capital (Teoria *Trade off* e Teoria *Pecking Order*) sugerem haver uma relação positiva do tamanho da empresa para com o nível de

endividamento (EROL, 2004; PINHEIRO *et. al.*, 2017; SAMPAIO *et al.*, 2021; TRISTÃO; SONZA, 2019).

O aspecto tangibilidade apresenta-se como uma informação qualitativa sobre o tamanho da empresa – quando medido pela totalidade dos seus ativos. Ativos intangíveis, ao contrário dos tangíveis, apresentam uma difícil mensuração e controle. Essa dificuldade decorre da sua natureza incorpórea, o que reduz a confiabilidade nos valores a eles estipulados, assim como diminui a aceitação desses ativos em garantia. Por isso, quanto mais tangíveis forem os ativos da empresa, melhores são as fontes de garantias que esta pode ofertar ao credor (CHANG; CHOU; HUANG, 2014; CORREA; BASSO; NAKAMURA, 2013; LEMMON; ROBERTS; ZENDER, 2008; MENDONÇA; MARTINS; TERRA, 2019; MIN, 2016; ÖZTEKIN, 2015; PINHEIRO *et. al.*, 2017; TRISTÃO; SONZA, 2019).

Informações sobre a **performance** da empresa são obtidas com base nos dados de lucratividade, como o *Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA), ou de índices de performance obtidos através da relativização do lucro líquido com o ativo total da empresa. Quanto maiores forem os valores obtidos através dessa relação, melhor a performance da empresa. Essa informação serve, ainda, como dado financeiro indicativo de que as aplicações e investimentos nos ativos da empresa foram realizadas de forma eficiente. Segundo a Teoria *Pecking Order*, empresas com uma melhor performance apresentam um menor nível de endividamento por poderem fazer uso do *cash flow* obtido pela melhor performance ao invés de terem que recorrer a captação de dívida perante terceiros (CRISÓSTOMO; PINHEIRO; AUZIER, 2021; ESPARZA; BRIANO-TURRENT; FONSECA; HIRATUKA; SILVEIRA, 2016; MUNIR *et al.*, 2017; PINHEIRO *et al.*, 2017, SAMPAIO *et al.*, 2021).

### **3 METODOLOGIA**

#### **3.1 Características da pesquisa**

Esta pesquisa envolve a conexão determinística que possa existir entre dados financeiros representativos da estrutura de capital, com as práticas de Governança Corporativa e nível de concentração de propriedade. Conforme Garcia (2002), a definição da matriz epistemológica do pesquisador não limita ou condiciona o método e as técnicas a serem empregadas, mas as orientam e identifica a forma que o pesquisador vê e interpreta o mundo. Nesta pesquisa tem-se como objeto de estudo a estrutura de capital das empresas de capital aberto brasileiras.

A abordagem metodológica a ser empregada será a quantitativa e classificada, segundo Michel (2015), em relação aos meios de pesquisa como empírica. Quanto aos objetivos, segundo Gil (2007), como descritiva e explicativa, pois visa explorar uma realidade existente a fim de traçar um plano de ação capaz de descrever um fenômeno existente na realidade estudada, com a busca da identificação dos fatores que possam contribuir para determinar o fenômeno estudado, ou seja, é uma tipologia de pesquisa que envolve uma perspectiva de causa e efeito.

No que tange a origem e coleta de dados, fez-se uso de pesquisa bibliográfica e documental, com uso de dados prioritariamente secundários advindos de relatórios financeiros e não financeiros das empresas da amostra, obtidos em sites oficiais fornecedores de dados econômicos e sociais, os quais serão combinados com as bases teóricas oriundas de artigos, livros, teses e dissertações (GIL, 2014; GRAY, 2012; MICHEL, 2015). Quanto ao método a ser empregado, esta pesquisa enquadra-se no uso do método estatístico e econométrico (GIL, 2014; GRAY, 2012; MICHEL, 2015), pois empregar-se-á estatística descritiva, e de estatística inferencial, através da aplicação de modelos econométricos longitudinal linear e longitudinal não linear (GIL, 2014; GRAY, 2012; MICHEL, 2015).

#### **3.2 Definição da população, amostra e período analisado**

A população do estudo proposta consiste na totalidade de empresas brasileiras de capital aberto listadas na B3, que até fevereiro de 2022 contava com 477 empresas listadas. (B3,

2022a; GRAY, 2012; ROESH, 2006). O critério de seleção da amostra o índice de liquidez das suas ações negociadas em bolsa. O limite de corte foi de no mínimo 0,1, ou seja, 10% de liquidez das ações para todos os anos do período, perfazendo assim uma amostra financeiramente representativa das negociações na bolsa de valores brasileira.

O refino da amostra deu-se por meio da exclusão das empresas de atividades financeiras ou seguros, assim como de empresas que não apresentassem dados completos por no mínimo seis anos consecutivos, ou que tenham informado um Patrimônio Líquido negativo, ou a inexistência de Ativo. Ao final desse processo a amostra final resultante é de 148 empresas, ou seja, 31,02% da população até fevereiro de 2022 (B3, 2022a). O período de dados coletados refere-se aos anos de 2010 a 2019 (dez anos). O ano de 2020 não foi incluído nesta pesquisa por se tratar de um ano muito atípico, devido a pandemia sanitária mundial da COVID-19, o qual merece atenção especial, e se fosse adicionado poderia enviesar os resultados. Além disso, a CVM prorrogou os prazos de entrega dos relatórios financeiros no ano de 2020 gerando em um atraso na coleta dos dados. A estruturação do bando de dados configurou-se, por fim, com um painel de dados desbalanceado composto por 1.408 observações.

### **3.3 Fonte e coleta de dados**

Os dados coletados e trabalhados nesta pesquisa são do tipo secundário, e foram extraídos dos relatórios financeiros e não financeiros das empresas da amostra constantes nos sites oficiais do BNDES, CVM e B3, assim como da base de dados Económica®. Os dados relativos às práticas de Governança Corporativa, utilizados para o posterior cálculo do IGC, foram coletadas mediante dados constantes nos Formulário de Referência (FR), os quais são enviados anualmente pelas empresas à CVM.

Os dados coletados no FR da CVM são usados para a confecção de um índice de Governança Corporativa proposto recentemente no Brasil (CRISÓSTOMO; BRANDÃO, 2015; CRISÓSTOMO; BRANDÃO; LÓPEZ-ITURRIAGA, 2020), e que segue a relevante literatura no Brasil que tem avançado nesta tentativa (SILVEIRA; PERROBELLI; BARROS, 2008; CORREIA, AMARAL; LOUVET, 2011).

### 3.4 Variáveis dos modelos

Esta pesquisa propõe o emprego de cinco variáveis dependentes, sendo três dessas em formato de índices de endividamento segregados com base na maturidade da dívida (total, longo prazo e curto prazo), como componentes da estrutura de endividamento das empresas. A quarta variável, também em formato de índice, visa representar o endividamento subsidiado, e a quinta variável, do tipo *dummy*, foi empregada para representar a captação ou não de dívida subsidiada. Os índices de endividamento serão calculados a valores contábeis, pois conforme Oliveira *et al.* (2012), o uso de valores contábeis para mensuração dos índices confere uma maior estabilidade de resultados e comparabilidade por serem usualmente mais empregados em estudos empíricos sobre a estrutura de capital.

A metodologia empregada na composição dos itens do passivo das empresas que irão compor o endividamento oneroso é a mesma aplicada por Pinheiro *et al.* (2017), o qual obteve o endividamento oneroso mediante a soma dos valores relativos a empréstimos, financiamentos (privados e públicos), em suas diferentes maturidades (curto e longo prazo). Uma variável adicional acerca do endividamento subsidiado do tipo *dummy* registra se a empresa captou recursos subsidiados no ano em estudo, seguindo a proposta de Silva, Kayo e Martelanc (2020). As hipóteses de pesquisa serão testadas mediante o uso de quatro modelos econométricos, cada um destes com distintas variáveis dependentes. A operacionalização destas variáveis de endividamento (dependentes) encontra-se exposta no quadro 1.

Quadro 1 – Variáveis dependentes aplicadas aos modelos econométricos.

Sigla	Descrição	Operacionalização	Modelo econométrico	Hipótese relacionadas
EndTOTAL	Índice de Endividamento total <sup>1</sup>	$\left(\frac{Dívida\ onerosa\ total_{i,t}}{Ativo\ Total_{i,t}}\right)$	Modelo 1	Hipótese 1 e Hipótese 3
EndLP	Índice de Endividamento de longo prazo <sup>2</sup>	$\left(\frac{Dívida\ onerosa\ de\ LP_{i,t}}{Ativo\ Total_{i,t}}\right)$	Modelo 2	Hipótese 1 e Hipótese 3
EndCP	Índice de Endividamento de curto prazo <sup>3</sup>	$\left(\frac{Dívida\ onerosa\ de\ CP_{i,t}}{Ativo\ Total_{i,t}}\right)$	Modelo 3	Hipótese 1 e Hipótese 3
EndSUB	Índice de Endividamento subsidiado <sup>4</sup>	$\left(\frac{Dívida\ subsidiada_{i,t}}{Ativo\ Total_{i,t}}\right)$	Modelo 4	Hipótese 2 e Hipótese 4
CAPSUB	Captação de dívida onerosa subsidia	<i>Dummy</i> : 1 se captou dívida subsidiada no ano; 0 se não captou dívida subsidiada no ano	Modelo 5	Hipótese 2 e Hipótese 4

Fonte: Elaborado pela autora (2022).

Nota: LP = Longo prazo; CP = Curto prazo. 1: endividamento oneroso composto dos financiamentos, empréstimos, arrendamentos e debêntures de CP e LP. 2: endividamento oneroso composto dos financiamentos, empréstimos, arrendamentos e debêntures de CP. 3: endividamento oneroso composto dos financiamentos, empréstimos, arrendamentos e debêntures de LP. 4: valor financeiro captado pela empresa no ano junto ao BNDES, não é o valor acumulado de dívida subsidiada da empresa.

Foi considerado no nível de endividamento total, de longo prazo e de curto prazo as dívidas de: i) financiamentos; ii) empréstimos; iii) arrendamentos; iv) debêntures. O índice para o endividamento subsidiado é composto do valor total captado no ano, e não do valor acumulado ano a ano, pois as empresas não são obrigadas a informar o detalhamento por credor do seu passivo, tendo sido as informações de dívida subsidiada coletadas do sítio do BNDES, o qual fornece o total cedido.

O Índice de Governança Corporativa (IGC) é uma das variáveis independente explicativas, e visa indicar o nível de adoção de práticas de Governança Corporativa da empresa. O *framework* deste índice foi escolhido por sua robustez e amplitude das práticas de Governança Corporativa que o compõe, englobando em um único índice, sete dimensões das práticas de Governança Corporativa referentes à(ao): i) Direitos das ações e Circulação de ações; ii) Assembleia Geral Ordinária; iii) Estrutura do Conselho de Administração; iv) Composição do conselho de administração; v) Diretoria executiva; vi) Fiscalização e controle; e vii) Transparência. O quadro 2 apresenta as práticas, agrupadas em dimensões, de Governança Corporativa identificadas, e como cada prática foi operacionalizada e pontuada para compor o IGC.

Quadro 2 – Práticas de Governança Corporativa que compõem o IGC.

Nº (k)		Dimensão da Governança Corporativa	Prática	Operacionalização		Fonte
1		Direitos das ações e Circulação de ações (Subíndice 1)	Ações ordinárias	Percentual de ações ordinárias emitidas pela companhia	Ações ordinárias / total de ações	Item 18.1 do FR
2	2.1		Direitos de voto	Direito de voto em assembleias gerais concedido a cada classe de ações	Empresas apenas com ações ordinárias: pleno (1,0); restrito (0,5); sem direito (0,0)	
	2.2				Empresas com ações ordinárias e preferenciais: média da pontuação de cada classe de ações.	

3	3.1		<i>Tag along</i>	<i>Tag along</i> concedido a cada classe de ações	Empresas apenas com ações ordinárias: o <i>tag along</i> de ações ordinárias	
	3.2				Empresas com ações ordinárias e preferenciais: a média de <i>tag along</i> de cada classe de ações	
4			<i>Free float</i> total	Percentual de ações em circulação	Ações em circulação / total de ações	Item 15.3 do FR
5	5.1	Assembleia Geral Ordinária (Subíndice 2)	Convocação antecipada	Mecanismos que possibilitem a inclusão de propostas de acionistas na pauta do dia	Sim (0,25) Não (0,00)	Item 12.2 do FR
	5.2			Transmissão eletrônica da assembleia geral ordinária	Sim (0,25) Não (0,00)	
	5.3			Prazo mínimo de convocação para a assembleia geral ordinária de 30 dias	Sim (0,25) Não (0,00)	
	5.4			Disponibilização de meios de comunicação entre empresa e acionistas sobre as pautas da assembleia geral ordinária via internet	Sim (0,25) Não (0,00)	
6		Mandato do conselho de administração	Prazo de mandato do conselho de administração	Até 2 anos (1,00) Mais de 2 anos (0,00)	Itens 12.1 do FR	
7		Remuneração variável do conselho de administração	O conselho de administração não percebe parte da remuneração atrelada a objetivos de curto prazo	Sim (1,00) Não (0,00)	Item 13.2 do FR	
8		Comitês de assessoramento do conselho de administração	Presença de comitê de auditoria e/ou remuneração e /ou governança e/ou similar	Sim (1,00) Não (0,00)	Item 12.1/7 do FR	
9		Avaliação do conselho de administração	Existe mecanismos formais de avaliação do conselho de administração e/ou seus membros	Sim (1,00) Não (0,00)	Item 12.1 do FR	
10		Tamanho do conselho de administração	Se o Conselho de Administração é composto por 5 a 11 membros efetivos:	Sim (1,00) Não (0,00)	Item 12.6/8 do FR	
		Práticas e Estrutura do Conselho de Administração (Subíndice 3)				

11	Composição do conselho de administração (Subíndice 4)	Membros externos do conselho de administração	Percentual de conselheiros efetivos que pertencem apenas ao conselho de administração	Nº de conselheiros externos / total de conselheiros	Item 12.6/8 do FR
12		Membros independentes do conselho de administração	Percentual de conselheiros efetivos declarados independentes	Nº de conselheiros independentes / total de conselheiros	
13		Dualidade do presidente do conselho de administração	Segregação das funções de presidente do conselho de administração e diretor-presidente	Sim (1); não (0)	
14		Membros minoritários do conselho de administração	Percentual de conselheiros efetivos que não foram indicados pelo controlador	Nº de conselheiros minoritários / total de conselheiros	
15		Participação feminina no conselho de administração	Percentual de mulheres no conselho de administração	Nº de mulheres no conselho / total de conselheiros	
16		Suplência do conselho de administração	O membro de administração não tem membros suplentes	Sim (1); não (0)	
17	Práticas da diretoria executiva (Subíndice 5)	Mandato da diretoria executiva	Prazo de mandato da diretoria executiva	Até 2 anos (1,00) Mais de 2 anos (0,00)	Item 12.1 do FR
18		Remuneração variável da diretoria executiva	A diretoria executiva percebe parte da remuneração atrelada aos resultados da empresa	Sim (1); Não (0)	Item 13.2 do FR
19		Remuneração baseada em ações da diretoria executiva	A diretoria executiva percebe parte da remuneração baseada em ações	Sim (1); Não (0)	
20		Avaliação da diretoria executiva	Existe mecanismos formais de avaliação da diretoria executiva e/ou seus membros	Sim (1); Não (0)	Item 12.1 do FR
21		Participação feminina na diretoria executiva	Percentual de diretores do gênero feminino em relação ao número de diretores do gênero masculino	Nº de mulheres na diretoria / total de diretores executivos	Item 12.6/8 do FR
22	Fiscalização e controle (Subíndice 6)	Instalação do conselho fiscal	O conselho fiscal está instalado	Sim (1); Não (0)	Item 12.1 do FR
23		Indicação de minoritários e preferencialistas para o conselho fiscal	Percentual de membros do conselho fiscal indicados por minoritários ou preferencialista	Nº de membros minoritários do conselho fiscal / total de conselheiros do conselho fiscal	Item 12.6/8 do FR

24		Comitê de auditoria	Comitê de auditoria instalado	Sim (1); Não (0)	Item 12.1 do FR
25		Membros independentes do conselho de administração no comitê de auditoria	Percentual de membros no comitê de auditoria que são independentes	Nº de membros independentes / total de membros no comitê de auditoria	Item 12.6/8 do FR
26	26.1	Divulgação de políticas	A empresa tem e divulga código de conduta	Sim (0,20) Não (0,00)	Site da CVM
			A empresa divulga os fatores relevantes	Sim (0,20) Não (0,00)	
			A empresa divulga as informações sobre as partes relacionadas	Sim (0,20) Não (0,00)	
	26.2		A empresa tem e divulga política de negociação de ações	Sim (0,20) Não (0,00)	
	26.3		A empresa tem e divulga política de gerenciamento de riscos	Sim (0,20) Não (0,00)	Item 5.2 do FR
27	27.1	Divulgação voluntária	A empresa divulga em seu <i>site</i> relatório de sustentabilidade ou similar	Sim (0,50) Não (0,00)	Site da empresa
	27.2		A empresa divulga indicadores de desempenho não contábeis	Sim (0,25) Não (0,00)	Item 3.2 do FR
	27.3		A empresa divulga projeções acerca do seu desempenho futuro	Sim (0,25) Não (0,00)	Item 11 do FR
28		Mediação e arbitragem	Estatuto da empresa possui cláusula compromissória para a resolução dos conflitos entre acionistas e entre estes e o emissor por meio de arbitragem	Sim (1,00) Não (0,00)	Item 12.5 do FR

Fonte: Elaborado pela autora (2022), adaptado de Brandão e Crisóstomo (2015).

Nota: *Chairman* = presidente do Conselho de Administração.

Com base no quadro 2, observa-se na elaboração do IGC visa capturar distintas práticas de Governança Corporativa, perfazendo o total de 28 práticas relativas às dimensões identificadas: Direitos das ações e Circulação de ações; Assembleia Geral Ordinária; Práticas e Estrutura do Conselho de Administração; Composição do conselho de administração; Práticas da diretoria executiva; Fiscalização e controle; Transparência. A primeira coluna do quadro 4 identifica cada uma das práticas de Governança Corporativa que compõem o IGC, as quais

variam de 0 (zero) a 1 (um), calculadas ano-a-ano. A soma dos valores obtidos para cada uma dessas práticas pode resultar no valor total máximo de 28 pontos, o que sinalizaria que todas as práticas do quadro 4 foram prontamente implementadas na empresa em determinado ano. O valor do IGC será calculado ano a ano seguindo a metodologia de cálculo exposta na fórmula 1.

$$IGC = \frac{\sum_{k=1}^{n=28} \text{Valor da prática } k \text{ do IGC}}{n} \quad (1)$$

Com base na fórmula 1, tem-se três etapas para o cálculo do IGC: 1ª) cálculo individualizado de cada uma das 28 práticas ano-a-ano; 2ª) soma dos valores individualizado de cada prática ano-a-ano; 3ª) relativização do valor obtido na segunda etapa pelo número de práticas, ou seja, 28. Dessa forma o valor obtido para o IGC para cada empresa ano-a-ano, e poderá variar de 0 (zero) a 1 (um).

Com base no agrupamento das práticas de Governança Corporativa constantes no quadro 2, procedeu-se agrupamento das práticas em categorias da prática (segunda coluna do quadro 2). Cada categoria de prática identifica um subíndice integrante do IGC, correspondente a uma dimensão da Governança Corporativa. Tem-se assim sete subíndices. A fórmula 2 apresenta o cálculo do IGC com base nos cálculos dos subíndices, e o quadro 3 apresenta o resumo do quantitativo de práticas e subpráticas que compõem cada um desses subíndices.

$$\text{Subíndice}_i = \frac{\sum_{k=1}^{n=\text{total de práticas do subíndice}} \text{Valor da prática } k \text{ do Subíndice}_i}{n} \quad (2)$$

- Onde  $i$  vai de 1 a 7

Quadro 3 – Identificação das práticas de GC dos subíndices que compõem o IGC.

	Sigla	Contempla práticas de GC referente a dimensão	Composição	
			Práticas (n)	Subpráticas
Subíndice 1	SUB1	Direitos das ações e Circulação de ações	4	4
Subíndice 2	SUB2	Assembleia Geral Ordinária	1	4
Subíndice 3	SUB3	Estrutura do Conselho de Administração	5	-
Subíndice 4	SUB4	Composição do conselho de administração	6	-
Subíndice 5	SUB5	Diretoria executiva	5	-
Subíndice 6	SUB6	Fiscalização e controle	4	-
Subíndice 7	SUB7	Transparência	3	6
<b>Total (IGC)</b>			<b>28</b>	<b>14</b>

Fonte: elaborado pela autora (2022).

Com base no quadro 3, observa-se que o IGC contempla 28 práticas, sendo que três dessas práticas são quantificadas com base em outras 14 práticas, as quais denominou-se de subpráticas para fins de diferenciação nas etapas de cálculo. O IGC empregado nesta pesquisa é composto da checagem de 42 práticas de Governança Corporativa, o que representa 10% do rol de práticas sugeridas pelo IGC, as quais são de aplicação voluntária pelas empresas brasileiras.

Para mensurar a concentração de propriedade das empresas, optou-se pelo uso do *framework* de Crisóstomo e Pinheiro (2015) e Crisóstomo, Pinheiro e Nakamura (2021) para definição da coleta e cálculo das variáveis independentes explicativas, pois este *framework* possui uma metodologia de possível replicação e que permite a comparabilidades dos dados resultantes. Dessa forma, serão considerados cinco níveis de concentração de propriedade (ConProp1, ConProp2, ConProp3, ConProp4 e ConProp5) em uma soma cumulativa da quantidade de ações com direito a voto em propriedade do primeiro ao quinto maior acionista das empresas. Além disso, o *framework* emprega o quadrado de cada um desses níveis (ConProp1<sup>2</sup>, ConProp2<sup>2</sup>, ConProp3<sup>2</sup>, ConProp4<sup>2</sup> e ConProp5<sup>2</sup>) a fim de capturar a possível modulação da relação esperada mediante a evolução da concentração de propriedade.

Além do IGC e das variáveis para a concentração de propriedade, os modelos contemplam ainda três variáveis de controle (retorno sobre os Ativos, tangibilidade dos ativos, e tamanho da empresa). O quadro 6 apresenta a variável IGC e as demais variáveis independentes. Na coluna 5 do quadro 4 encontram-se o tipo de relação esperada entre cada variável e o nível de endividamento (quadro 1).

Quadro 4 – Variáveis independentes.

Sigla	Descrição	Operacionalização	Pesquisas relacionadas	Fonte
IGC	Índice que indica o nível de adoção de práticas de Governança Corporativa	Expressa nas fórmulas 1 e 2	Klapper e Love (2004) Silveira, Perobelli e Barros (2008); Henry (2010), Silva, Santos e Almeida (2011); Correia, Amaral e Louvet (2011) e Brandão e Crisóstomo (2015)	FR enviado a CVM
ConProp1	Indica a concentração de propriedade	Total de votos em poder do principal acionista	Crisóstomo e Pinheiro (2015); Crisóstomo, Pinheiro e Nakamura (2021)	Economática®
ConProp2		Total de votos em poder dos dois principais acionistas		
ConProp3		Total de votos em poder dos três principais acionistas		

ConProp4		Total de votos em poder dos quatro principais acionistas		
ConProp5		Total de votos em poder dos cinco principais acionistas		
ConProp1 <sup>2</sup>	Indica o efeito quadrático da concentração de propriedade	O quadrado do total de votos em poder do principal acionista	Crisóstomo e Pinheiro (2015)	Economática®
ConProp2 <sup>2</sup>		O quadrado do total de votos em poder dos dois principais acionistas		
ConProp3 <sup>2</sup>		O quadrado do total de votos em poder dos três principais acionistas		
ConProp4 <sup>2</sup>		O quadrado do total de votos em poder dos quatro principais acionistas		
ConProp5 <sup>2</sup>		O quadrado do total de votos em poder dos cinco principais acionistas		
ROA	Indica o retorno de lucro líquido para cada unidade monetária de ativo	$\frac{\text{Lucro Líquido}_{i,t}}{\text{Ativo Total}_{i,t}}$	Frank e Goyal (2009), Silveira, Perobelli e Barros (2008), Lemmon, Roberts e Zender (2008), Smaniotto, Alves, Decourt (2018), e Tristão e Souza (2019)	Economática®
Tang	Índice de tangibilidade dos ativos da empresa	$\frac{\text{Ativos fixos}_{i,t}}{\text{Ativo Total}_{i,t}}$	Lemmon, Roberts e Zender (2008) (2008), Chang, Chou e Huang (2014), Öztekin (2015), Min (2016), Pinheiro <i>et. al</i> (2017), Mendonça, Martins e Terra (2019), e Tristão e Souza (2019)	Economática®
Tam	Tamanho da empresa	Logaritmo natural dos ativos da empresa	Silveira, Perobelli e Barros (2008), Lemmon, Roberts e Zender (2008), Frank e Goyal (2003), Souza e Kloeckner (2014), Chang, Chou e Huang (2014), Pinheiro <i>et. al</i> (2017) e Tristão e Souza (2019)	Economática®

Fonte: Elaborado pela autora (2022).

Como forma de checar a robustez dos resultados obtidos para a variável explicativa IGC, foi definido o uso de duas variáveis explicativas alternativas para representar a Governança Corporativa, assim como para as suas sete dimensões (constantes no quadro 3). As variáveis alternativas e das dimensões da Governança Corporativa estão descritas no quadro 5, a seguir:

Quadro 5 – Variáveis explicativas alternativas para o IGC.

Sigla da variável explicativa alternativa	Descrição
DNM	Variável tipo <i>dummy</i> . Se a empresa participa do segmento Novo Mercado da B3 = 1; se não participa = 0:
DNDif	Variável tipo <i>dummy</i> . Se a empresa participa do segmento Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado da B3 = 1; se não participa = 0:
SUB1 (Direitos das ações e Circulação de ações)	Somatório das práticas de Governança Corporativa 1 a 4 constantes no quadro 2, relativizado por 4.
SUB2 (Assembleia Geral Ordinária)	Valor da prática de Governança Corporativa 5 constantes no quadro 2, relativizado por 1.
SUB3 (Estrutura do Conselho de Administração)	Somatório das práticas de Governança Corporativa 6 a 10 constantes no quadro 2, relativizado por 5.
SUB4 (Composição do conselho de administração)	Somatório das práticas de Governança Corporativa 11 a 16 constantes no quadro 2, relativizado por 6.
SUB5 (Diretoria executiva)	Somatório das práticas de Governança Corporativa 17 a 21 constantes no quadro 2, relativizado por 5.
SUB6 (Fiscalização e controle)	Somatório das práticas de Governança Corporativa 22 a 25 constantes no quadro 2, relativizado por 4.
SUB7 (Transparência)	Somatório das práticas de Governança Corporativa 26 a 28 constantes no quadro 2, relativizado por 3.

Fonte: elaborado pela autora (2022).

Com base no referencial teórico apresentado e nas hipóteses de pesquisa elaboradas e em coerência com as evidências empíricas apresentadas, elaborou-se o quadro 6 com o resumo das relações esperadas para todas as variáveis explicativas, sejam estas as principais ou alternativas.

Quadro 6 – Variáveis independentes e relação esperada.

Governança Corporativa		Concentração de Propriedade		De controle	
Sigla	Sinal esperado	Sigla	Sinal esperado	Sigla	Sinal esperado
IGC	Hipótese 1: + Hipótese 2: +	ConProp1	Hipótese 3: + Hipótese 4: +	ROA	-
DNM		ConProp1 <sup>2</sup>			
DNDif		ConProp2			
SUB1		ConProp2 <sup>2</sup>		Tang	+
SUB2		ConProp3			
SUB3		ConProp3 <sup>2</sup>			
SUB4		ConProp4			
SUB5		ConProp4 <sup>2</sup>		Tam	+
SUB6		ConProp5			
SUB7		ConProp5 <sup>2</sup>			

Fonte: Elaborado pela autora (2022).

### 3.5 Modelos econométricos

O modelo econométrico proposto encontra-se representado pela equação 3, a seguir:

$$Y_{i,t} = \alpha + \beta_1 IGC_{i,t} + \beta_2 \text{ConProp1} + \beta_3 \text{ConProp1}^2 + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 \text{Tang}_{i,t} + \beta_6 \text{Tam}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

O termo  $Y_{i,t}$  das equações representa a variável dependente, sendo que nessa pesquisa tem-se 5 variáveis dependentes representadas pelos termos:  $EndTOTAL_{i,t}$ ,  $EndLP_{i,t}$ ,  $EndCP_{i,t}$ ,  $EndSUB_{i,t}$  e  $\text{Ln}(\text{chance}_{CAPSUB_{i,t}=1})$ . Sendo a variável dependente CAPSUB presente no termo  $\text{Ln}(\text{chance}_{CAPSUB_{i,t}=1})$  uma variável *dummy*, foi empregado um modelo de regressão não linear do tipo Logit binário (FÁVERO; BELFIORE, 2015; GUJARATI; PORTER, 2011). Conforme Fávero e Belfiore (2015), e Gujarati e Porter (2011), os modelos Logit binários servem para estudar fenômenos qualitativos os quais são representados por variáveis do tipo *dummy*, de forma que esse modelo visa expressar a probabilidade de um determinado evento ocorrer (para o qual se atribui o valor 1 à variável dependente) em decorrência das variáveis explicativas. Esse modelo foi estimado para avaliar se da Governança Corporativa e a concentração de propriedade podem facilitar as chances de captação de dívida subsidiada.

Os termos  $\text{ConProp1}$  e  $\text{ConProp1}^2$  representativos da concentração de propriedade pelo primeiro maior acionista serão substituídos pelos termos  $\text{ConProp2}$  e  $\text{ConProp2}^2$ ;  $\text{ConProp3}$  e  $\text{ConProp3}^2$ ;  $\text{ConProp4}$  e  $\text{ConProp4}^2$ ; e  $\text{ConProp5}$  e  $\text{ConProp5}^2$ , o que possibilitará que seja analisada a influência da concentração de propriedade em posse dos primeiros cinco maiores acionistas das empresas brasileiras, perfazendo assim que a equação 3 seja desdobrada em mais quatro outras distintas equações, totalizando em cinco equações distintas.

Antevendo a existência de problemas de heterocedasticidades decorrentes da não constância da variância dos resíduos, e de autocorrelação esta pesquisa empregou o método Mínimos Quadrados Generalizados (MQG) - também conhecido pela sigla em inglês GLS - para dados em painel como mecanismo de ajuste dos estimadores beta (FÁVERO; BELFIORE, 2015; GUJARATI; PORTER, 2011).

O GLS permite que sejam gerados resultados confiáveis mesmo na presença de autocorrelação e heterocedasticidade, produzindo duas importantes características: a correlação autorregressiva transversal existente pode ser modulada, e entre os painéis a correlação existente é única. Um dos aspectos difíceis ao se trabalhar com dados em painéis é que cada

painel pode apresentar uma variância diferente, gerando assim a heterocedasticidade, sendo o método GLS capaz de contornar tal dificuldade (BECK; KATZ, 1995).

As estimações foram operacionalizadas em 4 etapas. Na primeira o termo  $Y_{i,t}$  de cada uma das equações será substituído por cada uma das 5 variáveis dependentes. Dessa forma, foram feitas 5 estimações de cada uma das descritas equações para cada uma das variáveis dependentes, perfazendo ao todo 25 estimações nessa etapa 1.

Na etapa 2, a variável explicativa IGC foi substituída pela variável explicativa alternativa DNDif, a qual indica se a empresa participa de alguns dos segmentos diferenciados de Governança Corporativa da B3, sendo destes: Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado. Na etapa 3 a variável explicativa IGC foi substituída pela variável explicativa alternativa DNM, a qual indica se a empresa participa do segmento diferenciado Novo Mercado da B3. Dessa forma, foram feitas 10 estimações de cada uma das descritas equações (3 a 7) para cada uma das variáveis dependentes, perfazendo ao todo 50 estimações nas etapas 3 e 4.

Na etapa 4 a variável explicativa IGC foi substituída por cada uma das variáveis explicativas alternativas referentes a identificação dos Subíndices de Governança Corporativa, outrora indicados no Quadro 3. Dessa forma, foram feitas 7 substituições em cada uma das equações 3 a 7 para cada uma das 5 variáveis dependentes, perfazendo ao todo 175 estimações na etapa 4. Ao todo, nas 4 etapas, totalizou-se 250 estimações.

### **3.6 Procedimentos para organização, estruturação e análise dos dados**

A fim de estruturar o painel de dados, realizou-se o tratamento dos dados das empresas da amostra através do processo de identificação de *outliers*, os quais foram identificados mediante o cálculo dos percentis a 99% e 1%, e posterior confronto da existência de valores que se encontravam ou acima do percentil de 99%, ou abaixo do percentil de 1%. Identificados os *outliers*, empregou-se a técnica de winsorização de Charles P. Winsor (1946), na qual procede-se ajustes no banco de dados coletados, com vistas a reduzir os efeitos da existência da *outliers*, sem excluir dados.

Para tanto, procedeu-se a substituição dos *outliers* identificados no banco de dados pelo valor identificado nos percentis a 99% e 1%. Essa substituição promove um menor desvio

dos dados, sem perder o efeito da heterogeneidade dos dados, mas apenas controlando-a ao nível que não enviesasse os resultados gerados para as análises.

Os elementos da amostra foram organizados e agrupados mediante o segmento de atividade econômica, com uso do software Excel® versão Microsoft365, o qual também foi utilizado para as elaborações das demais categorizações, quadros e tabelas das estatísticas descritivas referentes a amostra, assim como na elaboração de gráficos que permitem uma melhor visualização dos dados estatísticos obtidos.

Os modelos econométricos foram executados com o uso do *software* Stata versão 15, no qual também se procedeu a geração de dados para a análise de correlações, estatísticas descritivas pertinentes que agreguem informações ao conjunto de análises estatísticas. Todas as estimações dos modelos foram controladas pelo ano e pelo setor de atividade econômica.

## 4 RESULTADOS E ANÁLISE DAS ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS

### 4.1 Estatísticas descritivas da amostra

As 148 empresas participantes da amostra encontravam-se distribuídas em 70 setores distintos de atividade econômica - segundo o *North American Industry Classification System* (NAICS). Mediante essa grande dispersão, procedeu-se a recategorização dos elementos da amostra sob o critério de agrupamento de similaridade da atividade econômica, resultando nos dados organizados na tabela 1.

Tabela 1 – Distribuição das observações por setor de atividade econômica.

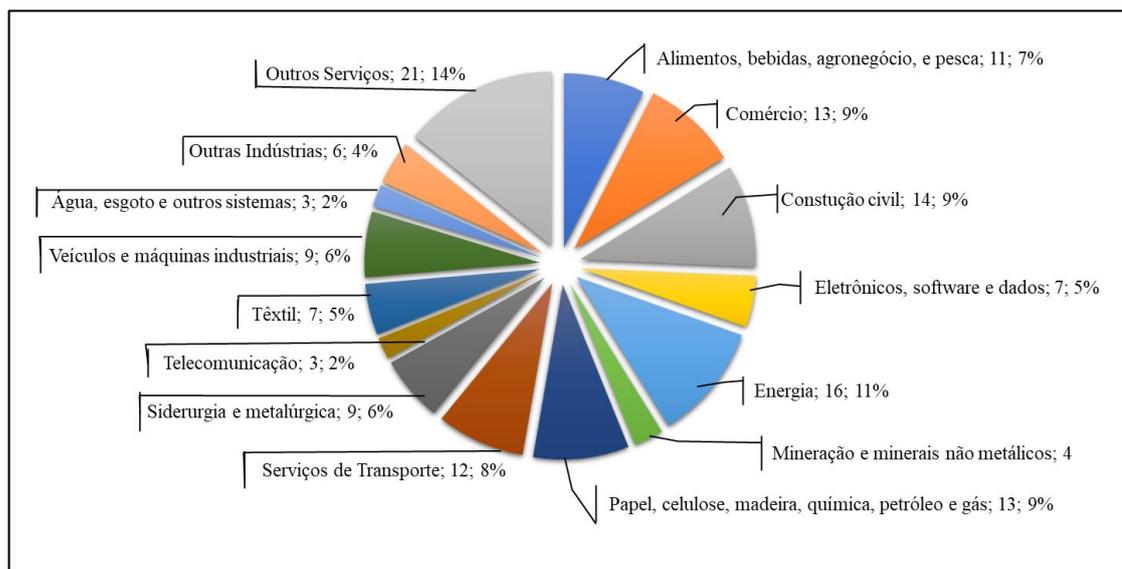
Setor	Nome do setor	Nº de obs.		
		$f_i$	$f_{ri}$ (%)	$f_{acri}$ (%)
1	Alimentos, bebidas, agronegócio, e pesca	100	7,10%	7,10%
2	Comércio	124	8,81%	15,91%
3	Construção civil	130	9,23%	25,14%
4	Eletrônicos, software e dados	68	4,83%	29,97%
5	Energia	160	11,36%	41,34%
6	Mineração e minerais não metálicos	37	2,63%	43,96%
7	Papel, celulose, madeira, química, petróleo e gás	127	9,02%	52,98%
8	Serviços de transporte	113	8,03%	61,01%
9	Siderurgia e metalúrgica	86	6,11%	67,12%
10	Telecomunicação	27	1,92%	69,03%
11	Têxtil	70	4,97%	74,01%
12	Veículos e máquinas industriais	86	6,11%	80,11%
13	Água, esgoto e outros sistemas	30	2,13%	82,24%
14	Outras Indústrias	47	3,34%	85,58%
15	Outros Serviços	203	14,42%	100,00%
		<b>Amostra 1.408</b>		

Fonte: Elaborado pela autora (2022).

Esse processo resultou na identificação de quinze setores, cujo quantitativo de observações conforme exposto na tabela 1 totaliza em 1.408 observações, sendo os setores de Outros Serviços, Energia, Construção civil e Papel, celulose, madeira, química, petróleo e gás, Comércio, Serviços de transporte os que contribuíram com os maiores percentuais de observações na composição do banco de dados, os quais totalizam 49,50% de todas as observações. Já os setores de Telecomunicação e Água, esgoto e outros sistema, Mineração e minerais não metálicos, e Outras Indústrias são os com menor número de observações, e em conjunto perfazem 10,01% do total de observações.

A fim de ilustrar a representatividade em números absolutos e relativos do quantitativo de empresas em cada setor de atividade econômica elaborou-se o gráfico 2, o qual evidencia o nome do setor, a quantidade de empresas e a representação percentual, respectivamente.

Gráfico 2 – Quantitativo de empresas por setor de atividade econômica.



Fonte: Elaborado pela autora (2022).

De acordo com o gráfico 2 o setor com maior representatividade na amostra é o setor de Outros Serviços com 21 empresas (14,19%). Já os setores de Telecomunicação e Água, esgoto e outros sistema são os com a menor representatividade, com apenas 3 empresas cada (2,03%). Em termos de diversidade de setores, a amostra se mostra heterogênea, sob a coeficiente de variação de 0,5180 (51,80%).

## 4.2 Estatísticas descritivas do endividamento

Com base nos dados coletados procedeu-se a análise preliminar às estimações, isto posto, compilou-se na tabela 2 os valores das principais estatísticas descritivas (média, mediana, desvio padrão, coeficiente de variação, valores máximo e mínimos) para o endividamento total (EndTOTAL), endividamento de longo prazo (EndLP), endividamento de curto prazo (EndLCP) e endividamento subsidiado (EndSUB) das empresas, as quais estão apresentadas por ano, e para todo o período.

Tabela 2 – Estatísticas descritivas do endividamento - no período e por ano.

<i>Observações</i>	142	145	146	146	147	147	141	138	131	125	1.408
<b>EndTOTAL</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>Período</b>
$\bar{x}$	0,18	0,20	0,21	0,22	0,22	0,23	0,21	0,20	0,20	0,21	0,21
Mediana	0,17	0,20	0,21	0,23	0,22	0,23	0,21	0,18	0,18	0,18	0,20
S	0,15	0,17	0,16	0,17	0,17	0,18	0,18	0,17	0,17	0,18	0,17
C.V.	0,81	0,81	0,77	0,76	0,76	0,79	0,84	0,86	0,85	0,84	0,81
Mínimo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Máximo	0,63	0,62	0,61	0,65	0,72	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73
<b>EndLP</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>Período</b>
$\bar{x}$	0,14	0,15	0,15	0,17	0,15	0,16	0,14	0,14	0,14	0,15	0,15
Mediana	0,11	0,14	0,14	0,14	0,12	0,11	0,12	0,12	0,13	0,12	0,12
S	0,12	0,14	0,14	0,14	0,14	0,15	0,15	0,14	0,14	0,14	0,14
C.V.	0,92	0,92	0,89	0,86	0,92	0,95	1,01	1,00	1,00	0,97	0,94
Mínimo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Máximo	0,51	0,51	0,54	0,57	0,63	0,68	0,68	0,67	0,65	0,67	0,68
<b>EndCP</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>Período</b>
$\bar{x}$	0,05	0,06	0,06	0,05	0,07	0,07	0,07	0,06	0,06	0,06	0,06
Mediana	0,03	0,03	0,04	0,04	0,05	0,05	0,05	0,04	0,03	0,04	0,04
S	0,05	0,07	0,07	0,06	0,08	0,08	0,08	0,07	0,07	0,08	0,07
C.V.	1,13	1,20	1,16	1,17	1,14	1,16	1,18	1,09	1,28	1,32	1,19
Mínimo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Máximo	0,27	0,38	0,40	0,33	0,40	0,40	0,40	0,38	0,40	0,40	0,40
<b>EndSUB</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>Período</b>
$\bar{x}$	0,02	0,02	0,03	0,03	0,04	0,04	0,01	0,01	0,02	0,02	0,02
Mediana	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
S	0,06	0,06	0,10	0,08	0,13	0,12	0,06	0,05	0,14	0,18	0,11
C.V.	3,41	3,67	3,44	3,23	3,68	3,16	7,17	5,33	6,12	7,58	4,61
Mínimo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Máximo	0,36	0,41	0,79	0,52	0,90	0,72	0,51	0,39	1,08	1,43	1,43

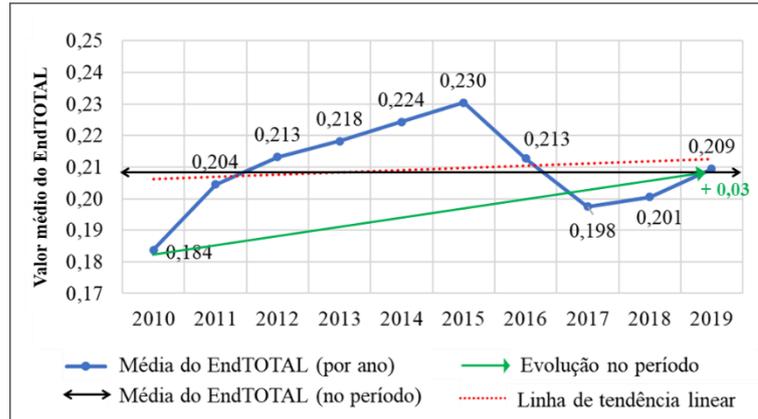
Fonte: Elaborado pela autora (2022).

Baseado nos dados da tabela 2, procedeu-se uma análise mais detalhada dos valores para cada tipo de endividamento, com a geração dos gráficos 3, 4, 5 e 6. Observa-se que a média do endividamento total (EndTOTAL) das empresas pouco se alterou ao passar dos anos, apresentando uma amplitude da média que inicia em 0,19 e chega ao máximo de 0,23 no ano de 2015. Também pode-se observar o alto coeficiente de variação é resultante de valores de desvio padrão próximos aos valores da média amostral, o que indica que os valores estão dispersos em relação ao valor médio

No que tange ao nível de EndTOTAL observado para o período em comparação aos estudos pregressos, observa-se que esses valores não estão em dissonância aos valores obtidos na pesquisa de Pinheiro *et al.* (2017), Crisóstomo e Pinheiro (2015), Campos e Nakamura (2015), os quais apresentaram um endividamento total médio de 0,25, 0,21, e 0,20,

respectivamente. Com base no gráfico 3, percebe-se que ao longo do período, apesar dos baixos valores de desvio padrão e coeficiente de variação apresentados na tabela 2, houve um incremento de 16,67% (+0,03 p.p) no nível do EndTOTAL, incremento esse, capturado pela linha de tendência linear.

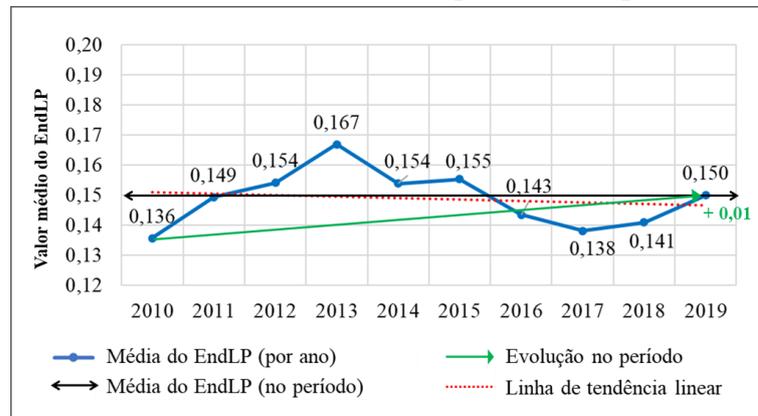
Gráfico 3 – Média do EndTOTAL - por ano e no período.



Fonte: Elaborado pela autora (2022).

A fim de aprofundar as análises acerca do endividamento de longo prazo, elaborou-se o gráfico 4, os quais apresentam os valores das principais estatísticas descritivas para o endividamento de longo prazo (EndLP), as quais estão apresentadas por ano, e em todo o período.

Gráfico 4 – Média do EndLP - por ano e no período.



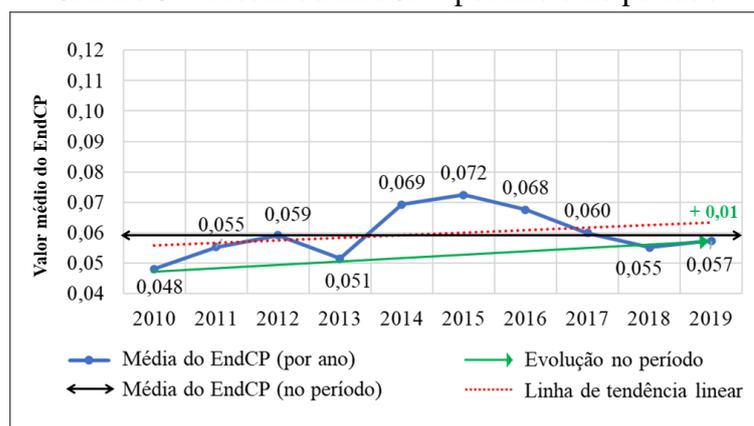
Fonte: Elaborado pela autora (2022).

Analisando o gráfico 4 conjuntamente com os dados da tabela 2, observa-se que a média do EndLP pouco se alterou ao passar dos anos, em similaridade com os dados acerca do nível de EndTOTAL constantes na tabela 2. O nível médio de EndLP apresenta uma amplitude que inicia em 0,14 e chega ao máximo de 0,17 no ano de 2013. De forma similar ao EndTOTAL, os valores do EndLP apresentam desvio padrão próximo ao valor da média amostral, gerando um alto coeficiente de variação, indicativo da heterogeneidade dos dados e dispersão dos dados em torno da média amostral. Essa heterogeneidade foi capturada pelo valor máximo médio de EndLP, no qual observa-se a existência de valores de EndLP de até 0,68.

Os valores médios do EndLP quando analisados comparativamente aos estudos pregressos não estão em dissonância dos valores obtidos na pesquisa de Pinheiro *et al.* (2017), Crisóstomo e Pinheiro (2015), Samiotto, Alves e Decourt (2018), os quais apresentaram um endividamento de longo prazo médio de 0,14, 0,13, e 0,18 respectivamente. Com base no gráfico 4, percebe-se que ao longo do período houve um incremento de 7,14% (+0,01 p.p) no nível médio do EndLP, um incremento sutil, e que sob a trajetória da linha de tendência linear demonstra uma tendência de queda.

Em seguida, o gráfico 5 expõem os valores das principais estatísticas descritivas para o endividamento de curto prazo (EndCP) das empresas de capital aberto brasileiras, as quais estão apresentadas por ano, e em todo o período.

Gráfico 5 – Média do EndCP - por ano e no período.



Fonte: Elaborado pela autora (2022).

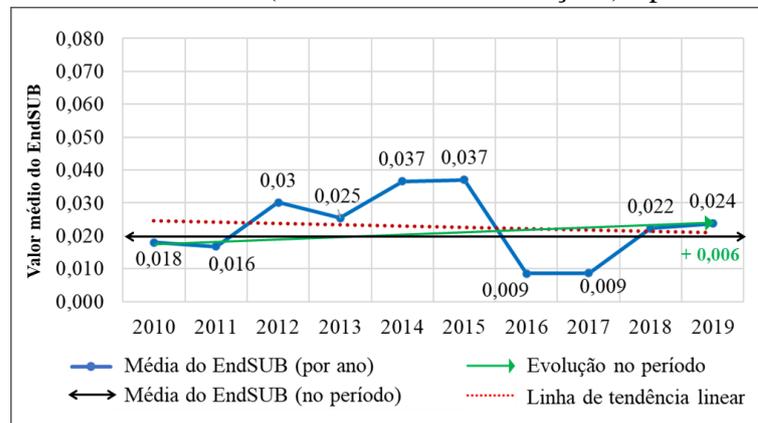
Com base nos dados da tabela 2, observa-se que a média do EndCP das empresas pouco se alterou ao passar dos anos, em similaridade com observado para o EndTOTAL e EndLP. O nível médio de EndCP apresenta uma amplitude que inicia em 0,05 e chega ao

máximo de 0,07. Os valores de desvio são próximos dos valores da média amostral, o que resulta no alto coeficiente de variação. Observa-se que alguns elementos da amostra auferiram valores de EndCP de até 0,40. Altos valores de EndCP sinaliza a característica de uso do EndCP para resolução de eventos financeiros excepcionais (emergências), ou aplicação em ativos circulantes, o que pode ser um indicativo, alinhado com a literatura do emprego desse tipo de dívida para resolução financeira de fatos pontuais.

No que tange a análise comparativa do nível de EndCP observado com estudos pregressos, observa-se que esses valores não estão em dissonância dos valores obtidos na pesquisa de Pinheiro *et al.* (2017), Crisóstomo e Pinheiro (2015), os quais apresentaram um endividamento de curto prazo médio de 0,10 e 0,08, respectivamente. Com base no gráfico 5, percebe-se que ao longo do período houve um incremento de 20% (+0,01 p.p) no nível do EndCP, o qual foi capturado pela linha de tendência linear, a qual demonstra uma tendência de crescimento do nível médio de EndCP.

Finalizando as estatísticas descritivas acerca do endividamento, o gráfico 6 expõem a evolução anual e no período do endividamento médio subsidiado (EndSUB).

Gráfico 6 – Média do EndSUB (com as 1.408 observações) - por ano e no período.



Fonte: Elaborado pela autora (2022).

Com base no gráfico 6, percebe-se que ao longo do período houve um incremento de 33,33% no nível do EndSUB, entretanto esse incremento não foi capturado pela linha de tendência linear, a qual demonstra uma tendência de queda do nível médio de EndSUB. Observa-se, ainda, que o gráfico da evolução da média do EndSUB apresenta oscilações em seus valores, com destaque para o ano de 2016 e 2017, nos quais percebe-se uma queda brusca a qual foi parcialmente revertida em 2018. Analisando em paralelo o gráfico 6 com os dados da

tabela 2, observa-se que a média do EndSUB das empresas variou entre 0,018 e 0,037 (105,55% de variação). Os altos valores do coeficiente de variação são um reflexo de quando a média dos dados está próxima de zero. Levando em consideração a *proxy* para obtenção do nível de EndSUB, os valores maiores que 1 (um) indicam uma captação de dívida subsidiada que excede o total de ativos da empresa. Em 2018 e 2019, observam-se valores de EndSUB acima de 1 (um), com base nos valores máximos constantes na tabela 2. Como o método de cálculo desse índice não reflete o acumulado de dívida, e sim o montante contratado no ano perante o BNDES, pode-se compreender que a partir de 2018 o BNDES aprovou grandes cessões de crédito. Destaque-se que o ano de 2018 foi de eleição presidencial, sendo 2019 o primeiro ano do mandato do então presidente eleito Jair Messias Bolsonaro, assim como em 2018 também foram realizadas as eleições para governador e deputado federal, sendo que as pesquisas de Sztutman e Aldrighi (2019), Lazzarini *et al.* (2015) evidenciaram a existência de uma relação positiva entre a cessão de crédito junto ao BNDES, direto ou indireto, com a existência de conexões políticas, sobre a forma de doações, de empresas com deputados federais, e Carvalho (2014) identificou a mesma relação positiva entre empresas com governadores da base política do presidente.

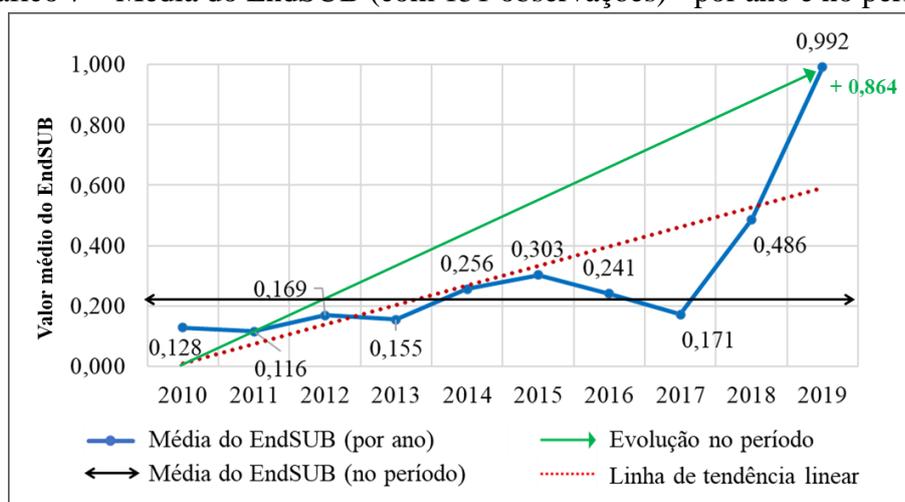
Apesar deste achado, os valores obtidos para as médias anuais são baixos, isso porque, diferente das 1.408 observações analisadas para o EndTOTAL, EndLP e EndCP – cujas observação apresentam valores diferentes de zero – somente 151 das 1.408 do EndSUB apresentam valores diferentes de zero, ou seja, apresentam valores referente a cessão de crédito subsidiado do BNDES para às empresas. Ajustando os valores de média, desvio padrão e coeficiente de variação para o período, levando em consideração no cálculo somente as 151 observações elaborou-se a tabela 3 e o gráfico 7.

Tabela 3 – Estatísticas descritivas do endividamento - no período e por ano.

Observações	20	21	26	24	21	18	5	7	6	3	151
EndSUB	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Período
$\bar{x}$	0,128	0,12	0,17	0,15	0,26	0,30	0,24	0,17	0,49	0,992	0,21
Mediana	0,09	0,05	0,11	0,14	0,15	0,24	0,12	0,13	0,27	1,43	0,14
S	0,11	0,12	0,19	0,15	0,27	0,18	0,25	0,13	0,46	0,76	0,25
CV	0,90	1,07	1,15	0,95	1,05	0,60	1,03	0,75	0,95	0,77	1,18
Mínimo	0,01	0,00	0,01	0,00	0,00	0,08	0,01	0,04	0,07	0,11	0,00
Máximo	0,36	0,41	0,79	0,52	0,90	0,72	0,51	0,39	1,08	1,43	1,43

Fonte: Elaborado pela autora (2022).

Gráfico 7 – Média do EndSUB (com 151 observações) - por ano e no período.



Fonte: Elaborado pela autora (2022).

Com base na tabela 3, observa-se uma nítida diferença entre os valores das estatísticas descritivas, sendo a nova média para o período de EndSUB de 0,21. Com base no gráfico 7 observa-se, que as empresas que captam dívida subsidiada apresentam tendência linear de aumento do uso desse tipo de dívida, no qual observa-se um crescimento de 675% (+0,864 p.p) entre o valor médio observado em 2010 e o valor médio observado em 2019, sendo que houve redução do quantitativo de cessões de crédito a partir de 2016. No que tange ao nível de EndSUB observado para o período (1.408 observações), em comparação aos resultados de estudos progressos, observa-se que esses valores não estão em dissonância aos valores obtidos na pesquisa de Pinheiro *et al.* (2017), o qual obteve uma média de 0,06, mas quando se analise somente as observações com valor diferente de zero, temos uma relevante diferença de resultados.

A fim de evidenciar a evolução ano a ano do número de captações (CAPSUB), assim como do volume financeiro do crédito subsidiado concedido pelo BNDES no período, elaborou-se a tabela 4 apresenta a evolução do quantitativo de captações e o volume financeiro das captações de dívida subsidiada das empresas da amostra por ano, e considerando todo o período.

Tabela 4 - Evolução do quantitativo e volume das 151 captações de dívida subsidiada (CAPSUB) - por ano e no período.

	Nº de Captações	% <sup>1</sup>	A.V. <sup>2</sup>	A.V. <sup>3</sup>	Volume <sup>4</sup>	% <sup>5</sup>	A.V.% <sup>2</sup>	A.V. <sup>3</sup>
2010	20	13%	-	-	14.120.915,95	6,24%	-	-
2011	21	14%	5%	5,00%	21.618.790,49	9,55%	53,10%	53,10%

2012	26	17%	30%	23,81%	54.338.378,99	24,01%	284,81%	151,35%
2013	24	16%	20%	-7,69%	27.658.907,11	12,22%	95,87%	-49,10%
2014	21	14%	5%	-12,50%	41.573.688,41	18,37%	194,41%	50,31%
2015	18	12%	-10%	-14,29%	15.530.347,49	6,86%	9,98%	-62,64%
2016	5	3%	-75%	-72,22%	9.789.403,42	4,33%	-30,67%	-36,97%
2017	7	5%	-65%	40,00%	4.695.099,57	2,07%	-66,75%	-52,04%
2018	6	4%	-70%	-14,29%	14.001.963,18	6,19%	-0,84%	198,23%
2019	3	2%	-85%	-50,00%	22.996.262,42	10,16%	62,85%	64,24%
<b>Total</b>	<b>151</b>	<b>100%</b>			<b>226.323.757,03</b>	<b>100%</b>		
<b><math>\bar{x}</math> por ano</b>	<b>15,10</b>				<b>22.632.375,18</b>			
<b>S por ano</b>	<b>8,80</b>				<b>15.182.319,18</b>			
<b>CV por ano</b>	<b>0,58</b>				<b>0,67</b>			

Fonte: Elaborado pela autora (2022).

Nota: <sup>1</sup> Representatividade do número de cessões de crédito no ano em relação ao período; <sup>2</sup> Análise vertical ancorada em 2010; <sup>3</sup> Análise vertical móvel (ano x1 *versus* ano x0); <sup>4</sup> Crédito cedido em capital subsidiado por ano, expressos em milhares de dólares ( $\div 1.000,00$ ). <sup>5</sup> Representatividade do volume financeiro (Em milhares de dólares) no ano em relação ao período.

Observa-se, com base no exposto na tabela 4 que o BNDES realizou 151 cessões de crédito no período, com uma média anual de 15 cessões de crédito para as empresas de capital aberto brasileiras, sendo o volume médio anual para o total as captações no período de US\$ 22.632.375,18, o que perfaz um volume médio de US\$ 1.498,832,79. O alto desvio padrão calculado para o período captura os impactos da acentuada redução de cessões de crédito iniciada no ano de 2016, e que perdurou até o final do período analisado. Destaca-se que em 2018 ocorre uma retomada do nível de EndSUB (gráfico 7), e que em 2019, houve a menor quantidade de captações, somente 3, mas com alto volume financeiro (US\$ 22.996.262,42), sendo este o quarto maior volume financeiro anual no período, o que demonstra uma alta concentração de cessão de crédito subsidiado por parte do BNDES em 2019 para apenas três empresas (COMGÁS, Klabin S/A e Suzano Papel e Celulose S/A).

Com relação ao volume de capital subsidiado cedido no período, percebe uma alta amplitude de valores e heterogeneidade dos dados, resultando no alto desvio padrão dos dados. O ano de 2012 foi o que apresentou o maior número de cessões e volume de capital subsidiado às empresas da amostra, em um total de 26 (17%) das cessões no período, representando um volume de 24% do volume financeiro cedido em todo o período, corroborando os achados de Pinheiro *et al.* (2017). No extremo oposto, observou-se que o ano 2019 foi o que menos se observou captações no período com apenas 3 (2%) cessões, e o ano de 2017 o de menor volume financeiro (2%).

A redução de captação e volumes das captações, observada em 2017 e anos posteriores, coincide com o marco na mudança de política de crédito do BNDES que em 2017 extinguiu as linhas de crédito setoriais, as quais perfaziam um total de mais de cem tipos de linha de crédito. A partir de 2017, o BNDES passou a trabalhar com somente duas linhas de crédito: a incentivada e a linha padrão. Além disso, houve também mudança na política de volume do crédito, que até então poderia ser de 100% do projeto, mas foi reduzida para o patamar máximo de 80%. Acrescenta-se que as mudanças também alcançaram o público-alvo do BNDES, o qual passou a focar no fomento de micro, médias e pequenas empresas (BNDES, 2021).

Desde o ano de 2016, iniciou-se uma redução do número de cessões juntamente com a redução no volume das cessões, o que perdurou nos anos de 2017 e 2018. Esse achado novamente coincide com o período marcado por uma crise político-econômica-institucional no Brasil, a qual teve início com o processo de *impeachment* da então presidenta Dilma Rousseff, iniciado em 2016, seguido de realizações de novas eleições ao final de 2018, o que por sua vez, apesar de ter sido um marco histórico político-econômico relevante, não representa de forma contundente fim do período de crise nacional.

### 4.3 Estatísticas descritivas do Índice de Governança Corporativa e seus subíndices

A tabela 5 apresenta os valores das principais estatísticas descritivas para a variável explicativa Índice de Governança Corporativa (IGC), assim como dos sete subíndices que o compõem.

Tabela 5 – Estatísticas descritivas do Índice de Governança Corporativa (IGC) e seus sete subíndices.

Observações	142	145	146	146	147	147	141	138	131	125	1408
<b>IGC</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>Período</b>
$\bar{x}$	0,51	0,55	0,57	0,60	0,61	0,61	0,62	0,63	0,65	0,64	0,60
Mediana	0,55	0,56	0,58	0,60	0,61	0,61	0,62	0,62	0,64	0,64	0,60
S	0,17	0,12	0,12	0,09	0,09	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,12
CV	0,34	0,22	0,22	0,16	0,15	0,16	0,16	0,16	0,15	0,16	0,20
Mínimo	0,00	0,00	0,00	0,31	0,31	0,29	0,27	0,26	0,28	0,26	0,00
Máximo	0,79	0,77	0,84	0,84	0,84	0,84	0,88	0,87	0,88	0,86	0,88
<b>SUB1</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>Período</b>
$\bar{x}$	0,66	0,72	0,74	0,77	0,78	0,78	0,79	0,80	0,81	0,81	0,77
Mediana	0,75	0,81	0,83	0,84	0,84	0,83	0,84	0,84	0,85	0,85	0,83

S	0,27	0,21	0,21	0,18	0,17	0,17	0,17	0,16	0,16	0,16	0,20
CV	0,41	0,30	0,29	0,24	0,22	0,21	0,21	0,21	0,20	0,20	0,26
Mínimo	0,00	0,00	0,00	0,33	0,33	0,32	0,32	0,32	0,32	0,32	0,00
Máximo	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
<b>SUB2</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>Período</b>
$\bar{x}$	0,16	0,17	0,18	0,19	0,19	0,19	0,19	0,24	0,38	0,40	0,23
Mediana	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13	0,38	0,38	0,13
S	0,12	0,12	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13	0,16	0,14	0,14	0,16
CV	0,78	0,71	0,71	0,68	0,70	0,70	0,69	0,68	0,38	0,35	0,69
Mínimo	0,00	0,00	0,00	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,13	0,13	0,00
Máximo	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
<b>SUB3</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>Período</b>
$\bar{x}$	0,67	0,67	0,68	0,70	0,72	0,72	0,72	0,73	0,74	0,73	0,71
Mediana	0,60	0,60	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,80	0,80	0,70
S	0,15	0,16	0,16	0,16	0,16	0,17	0,18	0,18	0,18	0,18	0,17
CV	0,23	0,24	0,23	0,23	0,22	0,24	0,25	0,24	0,24	0,25	0,24
Mínimo	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	0,10	0,10	0,10	0,20	0,10
Máximo	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
<b>SUB4</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>Período</b>
$\bar{x}$	0,50	0,50	0,51	0,52	0,54	0,54	0,55	0,55	0,58	0,57	0,54
Mediana	0,50	0,52	0,53	0,53	0,55	0,55	0,56	0,56	0,57	0,57	0,54
S	0,13	0,12	0,12	0,12	0,11	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12
CV	0,25	0,24	0,24	0,23	0,21	0,21	0,22	0,22	0,20	0,22	0,23
Mínimo	0,20	0,17	0,28	0,29	0,32	0,00	0,33	0,33	0,33	0,33	0,17
Máximo	0,86	0,80	0,81	0,81	0,81	0,85	0,81	0,83	0,86	0,83	0,86
<b>SUB5</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>Período</b>
$\bar{x}$	0,60	0,61	0,60	0,63	0,61	0,61	0,61	0,63	0,65	0,65	0,62
Mediana	0,60	0,60	0,60	0,62	0,60	0,60	0,60	0,60	0,62	0,62	0,60
S	0,19	0,18	0,19	0,18	0,19	0,20	0,20	0,19	0,17	0,17	0,19
CV	0,32	0,29	0,31	0,29	0,31	0,33	0,33	0,29	0,26	0,26	0,30
Mínimo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Máximo	0,87	0,87	0,87	0,88	0,89	0,87	0,87	0,93	0,93	0,88	0,93
<b>SUB6</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>Período</b>
$\bar{x}$	0,29	0,30	0,33	0,36	0,38	0,38	0,39	0,41	0,43	0,43	0,37
Mediana	0,31	0,33	0,33	0,33	0,33	0,33	0,33	0,35	0,42	0,42	0,33
S	0,23	0,23	0,23	0,21	0,21	0,22	0,23	0,23	0,23	0,20	0,23
CV	0,79	0,74	0,70	0,60	0,55	0,57	0,58	0,57	0,53	0,47	0,61
Mínimo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Máximo	1,00	0,92	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
<b>SUB7</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>Período</b>
$\bar{x}$	0,58	0,66	0,75	0,78	0,79	0,79	0,80	0,78	0,78	0,79	0,75
Mediana	0,62	0,68	0,79	0,83	0,83	0,83	0,83	0,75	0,77	0,77	0,77
S	0,25	0,20	0,22	0,18	0,18	0,18	0,17	0,17	0,18	0,18	0,20
CV	0,43	0,31	0,29	0,23	0,22	0,22	0,21	0,22	0,23	0,23	0,27
Mínimo	0,00	0,00	0,00	0,22	0,28	0,28	0,35	0,35	0,13	0,13	0,00
Máximo	0,93	0,93	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00

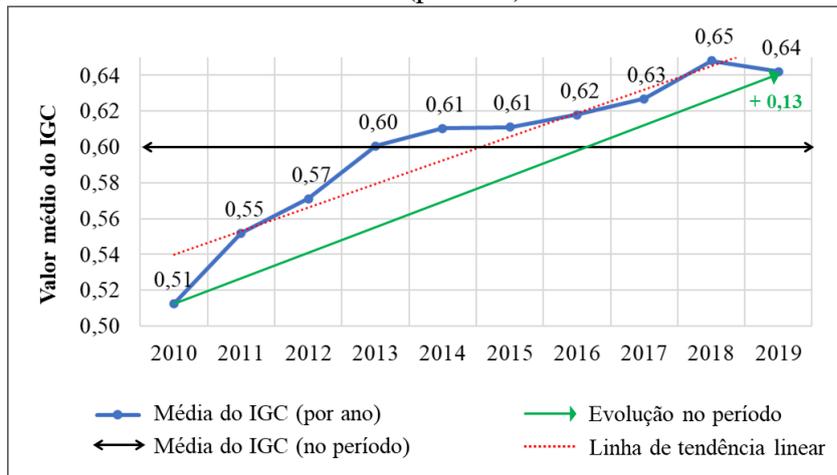
Fonte: Elaborado pela autora (2022).

Nota: SUB1: Direitos das ações e Circulação de ações; SUB2: Assembleia Geral Ordinária; SUB3: Estrutura do Conselho de Administração; SUB4: Composição do conselho de administração; SUB5: Diretoria executiva; SUB6: Fiscalização e controle; SUB7: Transparência.

Com base nos dados da tabela 5, observa-se que os valores do Índice de Governança Corporativa (IGC) apresentaram desvio padrão menores que os valores anuais das médias

amostrais, combinados com uma igualdade entre a média e a mediana. A média do IGC indica que da pontuação máxima possível que as empresas da amostra conseguiram obter foi de 60% dos 28 pontos possíveis. A fim de analisar a evolução dos valores médios obtidos ano a ano para o Índice de Governança Corporativa (IGC), elaborou-se o gráfico 8.

Gráfico 8 – Média de Índice de Governança Corporativa (IGC) no período *versus* média do IGC (por ano).

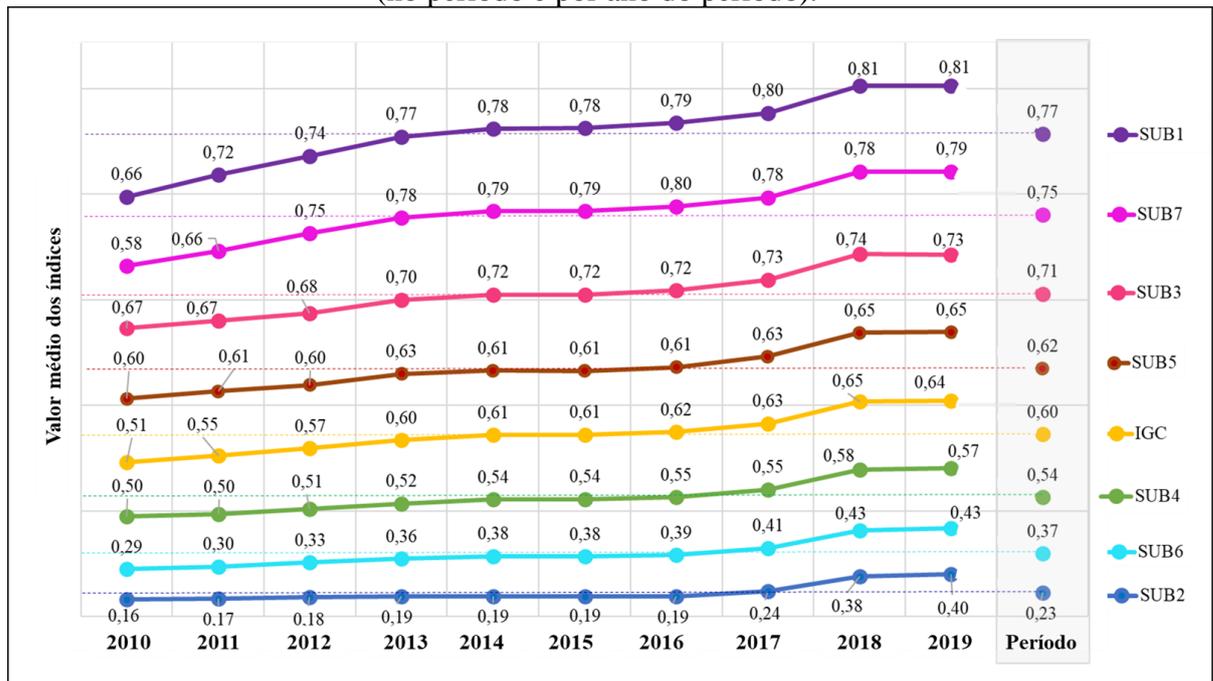


No que tange aos valores referentes ao IGC, percebe-se, com base nos dados da tabela 5, que houve empresas que não obtiveram nenhuma pontuação de práticas de Governança Corporativa, ao passo que as empresas com maior adoção de práticas de Governança Corporativa pontuaram até 0,88, e que nenhuma empresa conseguiu a pontuação máxima possível do IGC, ou seja, 1 (um). Percebe-se que ao longo dos anos os valores mínimos e máximos para o IGC tem apresentado um comportamento ascendente, com destaque para o crescimento dos valores mínimos do período os quais apresentam uma amplitude de 0,00 a 0,31.

Com base no gráfico 8, percebe-se que o comportamento ascendente observado para os valores mínimos e máximos do IGC, também ocorre com os valores médios anuais do IGC. O incremento médio do IGC no período foi de 25,49% (um incremento de 0,13 pontos), o qual é confirmado pela linha de tendência linear. Esse achado é relevante, pois demonstra que ano a ano as empresas têm aderido às práticas de Governança Corporativa, e que mesmo com esse incremento na adesão das práticas, ainda há margem para uma melhoria, pois a média do IGC no período ainda se encontra 0,39 pontos abaixo do valor máximo possível para o IGC.

A fim de aprofundar a análise do IGC procedeu-se a análise dos sete subíndices que compõem o IGC. O gráfico 9 apresenta a evolução anual dos valores médios para o IGC assim como a média anual de cada subíndice em todo o período. Ressalta-se que cada subíndice, assim como o IGC, apresenta valores entre 0 e 1.

Gráfico 9 – Média dos subíndices que compõem o Índice de Governança Corporativa (IGC) (no período e por ano do período).



Fonte: Elaborado pela autora (2022).

Nota: SUB1: Direitos das ações e Circulação de ações; SUB2: Assembleia Geral Ordinária; SUB3: Estrutura do Conselho de Administração; SUB4: Composição do conselho de administração; SUB5: Diretoria executiva; SUB6: Fiscalização e controle; SUB7: Transparência.

Com base no gráfico 9, observa-se que todos os subíndices apresentaram alta entre o início e fim do período analisado, com destaque para o SUB2 e SUB7, referentes respectivamente às práticas de Governança Corporativa direcionadas a Assembleia Geral Ordinária e a Transparência, respectivamente. A partir do ano de 2017, pode-se observar um maior incremento em todos os subíndices, mas em menor intensidade nos subíndices SUB1 (Direitos das ações e Circulação de ações) e SUB3 (Estrutura do Conselho de Administração). Esse período, início de 2017, coincide com a revisão das práticas de Governança Corporativa elencadas pelo IBGC, assim como as novas exigências para participar dos segmentos diferenciados de Governança Corporativa da B3. A análise da variação absoluta e relativa no IGC e seus sete subíndices foi destacada na tabela 6.

Tabela 6 – Variação absoluta e relativa no Índice de Governança Corporativa (IGC) e seus sete subíndices.

	x̄ dos valores para		Variação absoluta 2010 a 2019		Variação relativa 2010 a 2019	
	2010	2019	Δpts	Posição	Δ%	Posição
<b>IGC</b>	0,51	0,64	0,13	-		-
<b>SUB1</b>	0,66	0,81	0,16	3°	23,85%	4°
<b>SUB2</b>	0,16	0,40	0,24	1°	153,87%	1°
<b>SUB3</b>	0,67	0,73	0,06	6°	9,10%	6°
<b>SUB4</b>	0,50	0,57	0,07	5°	13,85%	5°
<b>SUB5</b>	0,60	0,65	0,05	7°	8,19%	7°
<b>SUB6</b>	0,29	0,43	0,14	4°	47,73%	2°
<b>SUB7</b>	0,58	0,79	0,20	2°	34,96%	3°

Fonte: Elaborado pela autora (2022).

Nota: SUB1: Direitos das ações e Circulação de ações; SUB2: Assembleia Geral Ordinária; SUB3: Estrutura do Conselho de Administração; SUB4: Composição do conselho de administração; SUB5: Diretoria executiva; SUB6: Fiscalização e controle; SUB7: Transparência.

De acordo com o gráfico 9 e a tabela 6, observa-se que de 2010 para 2019 houve um incremento de 153,87% para o SUB2 (Assembleia Geral Ordinária), e 47,43% para o SUB6 (Fiscalização e controle). Esses resultados sinalizam que as empresas podem ter identificado que a adoção de práticas de Governança Corporativa nas dimensões da Assembleia Geral Ordinária (AGO) e da Fiscalização e controle podem estar se apresentando como mais eficazes para mitigar os conflitos de agência, promovem o alinhamento entre executivos e acionistas, e estimulam a outiva dos acionistas minoritários, ensejando que seus interesses e direitos também estejam na pauta das decisões relevantes e estratégicas das empresas, haja vista que as práticas analisadas abordam a instalação de comitê de auditoria, fiscal, participação de acionistas minoritários, e independência dos membros desses comitês, além do fomento a participação dos acionistas nas AGO's .

Os subíndices com menor incremento no período foram os subíndices 3 (SUB3) e 5 (SUB5), referente respectivamente a adoção de práticas de Governança Corporativa aplicáveis a Estrutura do Conselho de Administração e Diretoria executiva, tendo o SUB3 apresentado um incremento de 9,10% e o SUB5 de 8,19%. Esses valores podem ser um reflexo da existência de período de exercícios para os integrantes do Conselho de Administração (CA) e da Diretoria Executiva (DE), o que pode gerar uma estabilidade sazonal nos dados, e sinalizam que não houve uma captura de maior adoção nas práticas pesquisadas, ou do efeito da alta concentração de propriedade no contexto brasileiro, no qual seja de interesse do acionista

controlador o não incremento dessas dimensões, para satisfação de seus interesses e manutenção de seu poder.

#### 4.6 Estatísticas descritivas das variáveis de concentração de propriedade

A tabela 7 apresenta os valores das principais estatísticas descritivas para as variáveis explicativas referente a concentração de propriedade das empresas brasileiras. Destaque-se que somente foram apresentadas as descritivas para as variáveis ConProp1, ConProp2, ConProp3, ConProp4 e ConProp5, pois as demais variáveis sobre a concentração de propriedade são o quadrado dessas, um mero atributo estatístico para checagem do possível efeito quadrático destas variáveis.

Tabela 7 – Estatísticas descritivas da concentração de propriedade.

<i>Observações</i>	130	140	142	146	147	147	141	138	131	125	1387
<b>ConProp1</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>Período</b>
$\bar{x}$	0,44	0,43	0,41	0,41	0,41	0,43	0,43	0,42	0,41	0,39	0,42
Mediana	0,43	0,43	0,39	0,39	0,40	0,44	0,43	0,40	0,39	0,34	0,40
S	0,23	0,22	0,22	0,22	0,23	0,23	0,24	0,24	0,23	0,24	0,23
CV	0,53	0,52	0,53	0,55	0,56	0,55	0,56	0,57	0,57	0,61	0,55
Mínimo	0,00	0,04	0,05	0,05	0,03	0,54	0,05	0,05	0,05	0,51	0,00
Máximo	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	1,00	1,00	0,99	0,99	0,99	1,00
<b>ConProp2</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>Período</b>
$\bar{x}$	0,56	0,56	0,54	0,54	0,54	0,56	0,56	0,54	0,53	0,50	0,54
Mediana	0,57	0,57	0,55	0,54	0,56	0,56	0,56	0,53	0,53	0,51	0,55
S	0,24	0,22	0,23	0,23	0,23	0,23	0,23	0,23	0,23	0,24	0,23
CV	0,42	0,40	0,42	0,43	0,43	0,41	0,42	0,43	0,43	0,48	0,43
Mínimo	0,00	0,07	0,05	0,10	0,07	0,11	0,10	0,10	0,10	0,07	0,00
Máximo	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
<b>ConProp3</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>Período</b>
$\bar{x}$	0,61	0,62	0,60	0,60	0,60	0,62	0,62	0,59	0,59	0,55	0,60
Mediana	0,63	0,64	0,62	0,61	0,62	0,62	0,61	0,60	0,60	0,55	0,61
S	0,23	0,21	0,22	0,22	0,22	0,21	0,22	0,22	0,22	0,24	0,22
CV	0,37	0,34	0,37	0,36	0,37	0,34	0,36	0,37	0,38	0,44	0,37
Mínimo	0,00	0,10	0,05	0,15	0,07	0,16	0,15	0,13	0,13	0,07	0,00
Máximo	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
<b>ConProp4</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>Período</b>
$\bar{x}$	0,64	0,65	0,63	0,63	0,64	0,65	0,65	0,62	0,62	0,58	0,63
Mediana	0,64	0,67	0,65	0,64	0,67	0,66	0,66	0,63	0,63	0,59	0,64
S	0,22	0,20	0,21	0,20	0,21	0,20	0,21	0,21	0,21	0,24	0,21
CV	0,34	0,31	0,34	0,32	0,33	0,30	0,33	0,34	0,35	0,41	0,34
Mínimo	0,00	0,12	0,06	0,20	0,07	0,21	0,16	0,13	0,13	0,07	0,00
Máximo	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
<b>ConProp5</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>Período</b>
$\bar{x}$	0,65	0,67	0,64	0,65	0,66	0,67	0,67	0,64	0,64	0,59	0,65
Mediana	0,67	0,67	0,67	0,67	0,68	0,68	0,68	0,64	0,64	0,60	0,67
S	0,21	0,19	0,21	0,20	0,20	0,19	0,21	0,21	0,21	0,23	0,21

CV	0,33	0,29	0,32	0,30	0,31	0,28	0,31	0,32	0,33	0,39	0,32
Mínimo	0,00	0,12	0,06	0,20	0,07	0,24	0,16	0,13	0,13	0,07	0,00
Máximo	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00

Fonte: Elaborado pela autora (2022).

Mediante os dados da tabela 7, percebe-se que todas as variáveis para a concentração de propriedade apresentam desvio padrão inferior à média anual, resultando em baixos coeficientes de variação. Observando os valores máximos para ConProp1 pode-se identificar a presença de acionistas controladores únicos, ou seja, aquele que sozinho possui mais de 50% das ações da empresa, sendo que este valor para um único acionista chegou a 99%. Esse dado encontra-se alinhado com as literaturas acerca da estrutura de propriedade das empresas brasileiras, ainda fortemente marcada pela concentração de propriedade, (CRISÓSTOMO; BRANDÃO; LÓPEZ-ITURRIAGA, 2020; CRISÓSTOMO; PINHEIRO; NAKAMURA, 2020; KONRAHT; CONSONI; FONSECA, 2020) diferente do que ocorre em economias como os Estados Unidos da América e da Inglaterra.

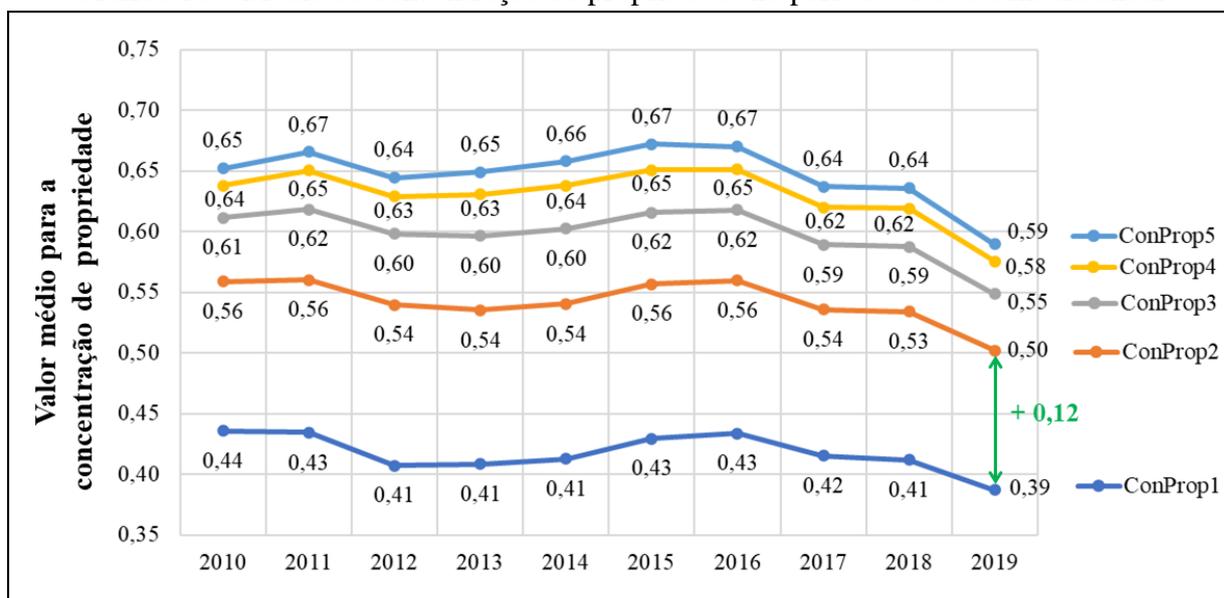
Investigando melhor esse achado, foi possível identificar que das 1.408 observações, 563 são referentes a empresas que apresentam durante o período a figura de um único acionista controlador, configurando assim que 39,99% das empresas apresentam alta concentração de propriedade, sendo que este único acionista apresenta, em média, 65% das ações da empresa. Com o intuito de análise a evolução dos diferentes níveis de concentração de propriedade perante o número de acionistas controladores, elaborou-se o gráfico 9 para a análise gráfica das cinco variáveis relativas à concentração de propriedade.

De acordo com o gráfico 9 percebe-se que a maior amplitude entre os níveis de concentração de propriedade para as cinco variáveis ocorre entre a ConProp1 e ConProp2, com um acréscimo médio de 0,12 pontos, indicando que no cenário brasileiro os dois principais acionistas são aqueles detentores de maior volume de ações, haja visto que à medida que se insere mais um acionista os valores médios de concentração crescem cada vez menos, achado que dá respaldo ao cenário de concentração de propriedade.

Outra interessante observação presente no gráfico 9 é a exposição de um leve declínio do cenário de concentração de propriedade, o qual pode ser observado em todas as cinco variáveis, as quais apresentaram uma redução de 0,06 na média do início do período em relação à média do final do período, tendo em vista que das variáveis ConProp2 a ConProp5 são resultantes do somatório acumulado iniciado com a ConProp1, esse declínio pode ser o reflexo da redução do controle acionário das ações do 1º maior acionista, ou seja, um efeito

dominó. Esse achado pode ser um indicativo de amadurecimento das corporações nos efeitos danosos decorrentes da alta concentração de propriedade, e da adoção de práticas para sanar tais efeitos.

Gráfico 10 – Média da concentração de propriedade no período *versus* a média anual.



Fonte: Elaborado pela autora (2022).

Comparativamente, os valores médios apresentados na tabela 6 e no gráfico 9 diferem dos valores apresentados no trabalho de Crisóstomo de Pinheiro (2015), e Crisóstomo, Pinheiro e Nakamura (2020), sendo que os autores encontraram valores médios superiores aos desta pesquisa, principalmente no que tange aos valores para ConProp5, sendo de 0,81 e 0,77 respectivamente, ou seja, uma redução de mais de 0,20 pontos. Entretanto há de se ponderar que as pesquisas de Crisóstomo de Pinheiro (2015), e Crisóstomo, Pinheiro e Nakamura (2020), abordaram os períodos de 1996-2012 e 1994-2015, respectivamente, o que significa um lapso temporal de no mínimo quatro anos entre essas pesquisas e este atual trabalho. Apesar de não ser um valor expressivo, este comportamento pode indicar um o início de um movimento para redução da concentração de propriedade no contexto brasileiro, o que pode ter sido impulsionado pela maior abertura da B3, com crescente número de IPO's, facilitando a entrada de novos acionistas, assim como o acesso de novos investidores na bolsa de valores.

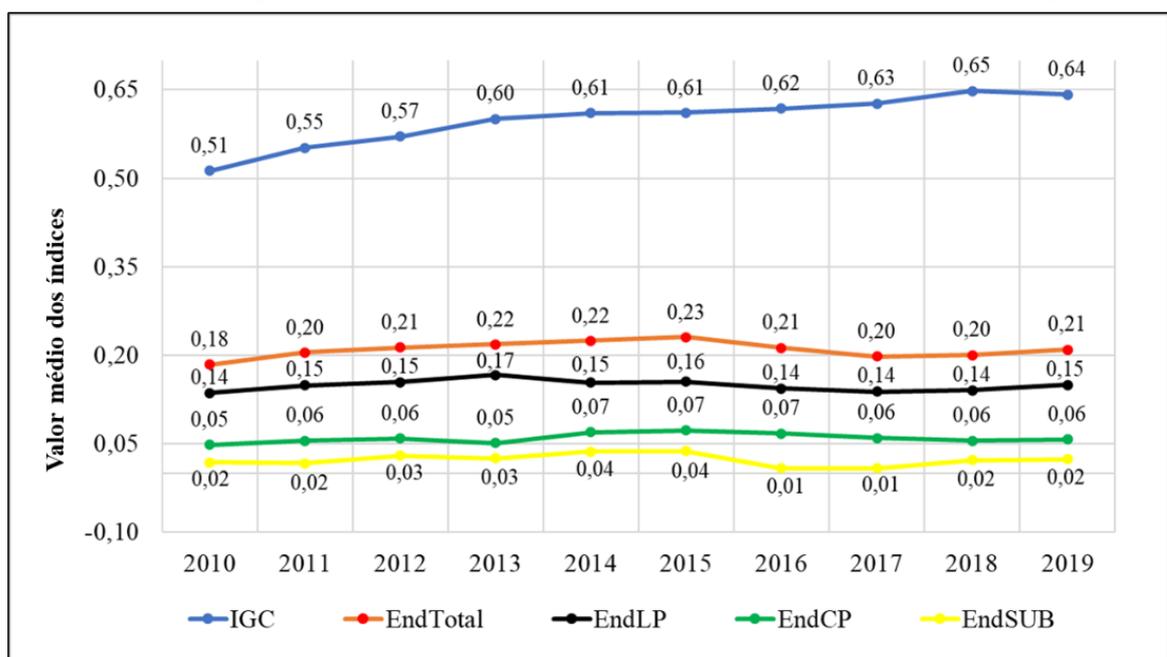
Tais ações para fomentar o mercado mobiliário podem propiciar que haja uma maior diversificação de ativos de investimento a disposição dos investidores, fazendo com os investidores procedam a troca de ativos de uma empresa por outros de outra empresa, pois o

maior leque de empresas possibilita que os investidores aloquem seus recursos em empresas que julguem mais vantajosas, criando assim maior competitividade entre as empresas na atração de investidores potenciais. Além disso, há ainda a possibilidade da negociação de *Brazilian Depositary Receipt* (BDR) se tornar mais atrativa frente a valorização do dólar perante o Real, em um escalonamento ascendente iniciado desde 2012, o que pode motivar os investidores a realocarem seus recursos, em busca de maior diversificação de carteira e busca por maiores ganhos frente a valorização do dólar (BACEN, 2022; B3, 2022b).

#### 4.5 Comparativo entre as evoluções do endividamento, dos valores do IGC, e da concentração de propriedade

A fim de analisar a evolução dos níveis médios de endividamento total, de longo prazo, de curto prazo e subsidiado, com as pontuações médias anuais do IGC, elaborou-se o gráfico 10.

Gráfico 11 – Comparativo da média do IGC com os índices de endividamento (por ano).



Fonte: Elaborado pela autora (2022).

Percebe-se no gráfico 10, que as variações anuais dos indicadores de endividamento, com base nas 1.408 observações, não seguem uma proporcionalidade para com

as variações anuais na média do IGC. Apesar de todos os índices de endividamento apresentarem, assim como o IGC, um comportamento ascendente, a amplitude do IGC supera em 0,10 (0,13-0,03) pontos a maior amplitude de variação no período observada para os indicadores de endividamento – atribuído ao EndTOTAL. Essa análise pode indicar, que apesar do comportamento ascendente do endividamento e do IGC, a força da relação que possa existir entre eles, não é proporcional à força das suas variações individuais, necessitando de análise de estatística inferencial para poder inferir com melhor margem de segurança sobre a relação existente entre as temáticas.

A fim de destacar, mediante as 151 observações de captação de dívida subsidiada, se há algum indício de relação entre a adoção de práticas de Governança Corporativa com o endividamento subsidiado, elaborou-se a tabela 8, a qual demonstra o quantitativo de captações em cada segmento diferenciado de Governança Corporativa na B3, com os valores médios de endividamento subsidiado e o volume financeiro.

Tabela 8 – CAPSUB e EndSUB nos diferentes níveis de Governança Corporativa da B3.

	<b>CAPSUB</b>	<b>EndSUB</b>	<b>Volume* U\$\$</b>
Tradicional	35	0,2144	63.615.021,82
N1	33	0,1777	90.275.591,88
N2	10	0,3865	25.485.491,52
NM	73	0,2051	46.947.651,81
<b>Total</b>	<b>151</b>		<b>226.323.757,03</b>

Fonte: Elaborado pela autora (2022).

Nota: \*: Crédito cedido em capital subsidiado por ano, expressos em milhares de dólares ( $\div 1.000,00$ ).

Com base na tabela 8 percebe-se que as empresas que participam do NM foram as que mais captaram dívida subsidiada quando visto a quantidade de captações, mas em termos de volume financeiro, as empresas participantes no N1 foram as que obtiveram o maior volume de crédito junto ao BNDES. Entretanto, mediante a relação quantidade de cessões de crédito e volume financeiro tem-se que as empresas no segmento N2 da B3 foram as que concentraram maior volume financeiro em um menor quantitativo de captações. No que tange ao nível de EndSUB, observa-se que as empresas do N2 são as que apresentam maiores nível de uso da dívida subsidiada em relação seus ativos.

É relevante destacar que tanto as empresas do mercado tradicional como as empresas pertencentes aos segmentos diferenciados de Governança Corporativa da B3 apresentam uso da dívida subsidiada em sua estrutura de capital, sendo que 76,82% das

captações são de empresas pertencentes a algum dos três níveis diferenciados da B3 de Governança Corporativa, sendo observado que a média de EndSUB desse grupo de empresas é de 0,25, apenas 0,04 p.p menor que a média das empresas no mercado tradicional. Esses achados são um indício da relevante presença de dívida subsidiada na composição da estrutura de capital das empresas brasileiras, estejam elas participando ou não de segmentos diferenciados de Governança Corporativa na B3, e que a participação dessas empresas em algum desses níveis favorece o uso desse tipo de dívida, visto que à medida que se eleva o nível de listagem também se percebe uma elevação do EndSUB.

No que tange a análise das estatísticas descritivas das variáveis dependentes paralelamente as das variáveis referentes a estrutura de propriedade a fim de iniciar as análises em conjunto dessas duas temáticas, elaborou-se a tabela 9 com dados do endividamento para os diferentes níveis de concentração de propriedade, assim como do quantitativo de acionistas que detêm o controle das empresas.

Tabela 9 – Paralelo entre dados da estrutura de capital e estrutura de propriedade.

	Com 1 único acionista controlador (A)		Com 2 acionistas controladores (B)		Com 3 acionistas controladores (C)		Com 4 acionistas controladores (D)		Com 5 acionistas controladores (E)		Com + de 5 acionistas controladores (F)		Com mais de 1 acionista controlador (B + C + D + E + F)		De 1 a + de 5 acionistas controladores (A + B + C + D + E + F)	
<b>Nº de observações</b>	563		245		154		73		53		320		845		1408	
<b><math>\bar{x}</math> de ações do(s) acionista(s) controlador(es)</b>	0,65		0,59		0,55		0,54		0,52		-		0,55		0,57	
<b>Mínimo</b>	0,50		0,25		0,20		0,14		0,14		0,00		0,00		0,00	
<b>Máximo</b>	1,00		0,97		0,99		1,00		1,00		1,00		1,00		1,00	
<b><math>\bar{x}</math> do EndTOTAL</b>	0,21		0,21		0,18		0,24		0,21		0,21		0,21		0,21	
<b><math>\bar{x}</math> do EndLP</b>	0,15		0,14		0,12		0,17		0,14		0,15		0,14		0,15	
<b><math>\bar{x}</math> do EndCP</b>	0,06		0,06		0,06		0,07		0,08		0,06		0,07		0,07	
<b><math>\bar{x}</math> do EndSUB</b>	0,04*	0,22**	0,01*	0,21**	0,00*	0,09**	0,01*	0,11**	0,01*	0,29**	0,02*	0,23**	0,01*	0,19**	0,02*	0,21**
<b>Quantidade de captações de dívida subsidiada</b>	90	59,60%	18	11,92%	7	4,64%	8	5,30%	3	1,99%	25	16,56%	61	40,40%	151	100%
<b>Volume de dívida subsidiada***</b>	178.111.672,40		21.177.411,38		543.834,00		6.856.512,08		3.495.784,69		16.138.542,49		48.212.084,63		226.323.757,03	
	78,70%		9,36%		0,24%		3,03%		1,54%		7,13%		21,30%		100%	

Fonte: Elaborado pela autora (2022).

Nota: \* valores calculados com o denominador da média sendo 1.408 (total de observações no período, com ou sem valor); \*\* valores calculados com denominador da média sendo 151 (número observações com valor no período); \*\*\* valores em U\$\$.

De acordo com a tabela 9 nota-se que o nível médio de endividamento (EndTOTAL, EndLP, EndCP) não apresenta relevantes mudanças quando há mudança de um único acionista controlador para as empresas com mais de dois acionistas controladores, sendo a maior mudança identificada para as empresas que apresentam até quatro acionistas controladores.

Entretanto, ao se analisar os valores para o endividamento subsidiado (EndSUB) e para o número de captações de dívida subsidiada (CAPSUB), percebe-se uma maior oscilação, seja no nível de endividamento, como no número de captações e no volume financeiro de crédito subsidiado cedido pelo BNDES às empresas. Há a presença de indicadores estatísticos de que quanto maior a concentração de propriedade em um único acionista controlador, mais uso de crédito subsidiado é realizado pela empresa, e um decréscimo do uso desse tipo de crédito à medida que a concentração de propriedade é dissipada entre o número de acionistas controladores. As empresas com alta concentração de propriedade em um único acionista foram as responsáveis por 78,70% do volume de dívida subsidiada e 59,60% das cessões de crédito subsidiado pelo BNDES no período, ao passo que empresas com mais de cinco acionistas controladores foram responsáveis por 7,13% do volume e 16,56% dos contratos de cessão de crédito subsidiado pelo BNDES.

Concluídas as análises sobre as estatísticas descritivas das principais variáveis que compõem o foco deste trabalho, a seção 5 apresenta os resultados das estimações dos modelos econométricos propostos, em suas diferentes etapas, com posterior discussão dos resultados com o intuito de aprofundar as análises estatísticas até então realizadas, e poder assim, responder à questão de pesquisa e identificar se as hipóteses de pesquisa se confirmam ou não.

## 5 RESULTADOS E DISCUSSÃO

A análise dos resultados dos modelos econométricos foi precedida da análise das correlações de Pearson conforme exposto nas tabelas 10 e 11. Os demais testes constam no Apêndice – A deste trabalho. A tabela 10 apresenta as correlações entre o IGC e seus subíndices.

Tabela 10 – Correlação de Pearson do IGC e seus sete subíndices.

	IGC	SUB1	SUB2	SUB3	SUB4	SUB5	SUB6	SUB7
IGC	1,00							
SUB1	0,70	1,00						
SUB2	0,31	0,11	1,00					
SUB3	0,67	0,24	0,23	1,00				
SUB4	0,51	0,35	0,15	0,17	1,00			
SUB5	0,55	0,25	0,04	0,22	0,06	1,00		
SUB6	0,53	0,07	0,20	0,31	0,19	0,07	1,00	
SUB7	0,71	0,60	0,15	0,38	0,14	0,28	0,20	1,00

Fonte: elaborado pela autora (2022).

Nota: todos os valores dessa tabela apresentaram significância a 1%.

Com base na tabela 10, observa-se que a variável IGC apresenta correlação positiva com todos os setes subíndices, fato esse esperado devido a composição do IGC ser a soma relativizada dos sete subíndices. Já a correlação entre os subíndices, apesar de todas serem significantes a 1%, houve oscilação da força da correlação, com destaque para a forte correlação entre os subíndices SUB1 (Direitos das ações e Circulação de ações) e SUB4 (Composição do conselho de administração), e do SUB3 (Estrutura do Conselho de Administração) com o SUB6 (Fiscalização e controle) e o SUB7 (Transparência).

Seguindo com a análise das correlações entre as variáveis empregadas, a tabela 11 apresenta os valores das correlações entre o IGC com as variáveis de concentração de propriedade, as variáveis de endividamento, e com as variáveis de controle empregadas nos modelos.

Os valores médios em todas as estimações GLS e logit do teste dos fatores de inflação da variância (VIF) foram de no mínimo 2,72 e no máximo 3,63, indicando que não há problemas de multicolinearidade entre os preditores. Posteriormente procedeu-se a testagem dos modelos sobre a existência de autocorrelação por meio do teste de Breusch-Godfrey LM (BG/LM), o qual apresentou resultado de *p-value* de 0,00 não sendo possível rejeitar a hipótese nula de inexistência de autocorrelação.

Ciente de que a mera análise dos valores de VIF e BG/LM não supre o rigor estatístico para poder gerar inferências acerca das temáticas, e visando que os modelos econométricos propostos apresentam resultados o mais livre possível de vieses, e atendam as premissas das regressões de análise multivariada, procedeu-se a análise dos modelos quanto: i) a existência de autocorrelação dos resíduos mediante o teste de Wooldridge, ii) a possibilidade dos coeficientes apresentarem valores iguais a zero mediante o teste de Wald, e iii) a existência de heterocedasticidade dos erros, com o emprego dos testes de White e Breusch-Pagan/Cook-Weisberg (BC/CW). Maioria dos testes de Wooldridge, White e BC/CW rejeitaram a hipótese nula ( $p\text{-value}<0,000$ ), indicando autocorrelação entre dos preditores, e heterocedasticidade (variância dos resíduos é diferente de zero).

Mediante esses resultados, o emprego do método GLS para ajuste dos coeficientes de beta se mostra eficaz para a resolução do problema de autocorrelação e heterocedasticidade nos modelos longitudinais, assim como o uso da correção robusta de White para o modelo não longitudinal. O emprego de tais métodos permite a geração de resultados confiáveis mediante a presença de homoscedasticidade, e sem autocorrelação (FÁVERO; BELFIORE, 2015).

Para o modelo logit, a fim de identificar o emprego de efeitos fixos ou aleatórios, procedeu-se primeiramente o teste de F de Chow o qual indicou o emprego de efeitos fixos devido  $p\text{-value}<0,000$  rejeitando a hipótese nula. Em seguida, realizou-se o teste de Breusch-Pagan (BP) cujos valores obtidos foram de  $p\text{-value}>0,000$ , indicando o uso de efeitos aleatórios. Por fim, os resultados do teste de Hausman, cujos valores dos testes foram de  $p\text{-value}>0,000$ , indicaram o emprego de uso de efeitos aleatórios. Com base nesses resultados empregou-se efeitos aleatórios aos modelos logit o comando de robusta de White - para ajuste devido a presença de autocorrelação e heterocedasticidade (FÁVERO; BELFIORE, 2015).

Mediante os dados da tabela 11, que devido seu tamanho encontra-se exposta na página seguinte, percebe-se a existência de correlação positiva entre todas as variáveis de concentração de propriedade, achado esperado mediante a metodologia de cálculo dessas variáveis na qual cada novo nível de concentração é resultante da soma dos níveis de contração anteriores. Já a variável IGC apresentou correlação negativa com todas as variáveis de concentração de propriedade, o que se alinha com a literatura acerca da Governança Corporativa como sistema capaz de sanar, ou reduzir os conflitos de agência decorrentes da alta concentração de propriedade.

Tabela 11 – Correlação de Pearson das variáveis dependentes e explicativas.

	<b>IGC</b>	<b>ConProp1</b>	<b>ConProp2</b>	<b>ConProp3</b>	<b>ConProp4</b>	<b>ConProp5</b>	<b>EndTOTAL</b>	<b>EndLP</b>	<b>EndCP</b>	<b>EndSUB</b>	<b>ROA</b>	<b>Tang</b>	<b>Tam</b>
<b>IGC</b>	1,00												
<b>ConProp1</b>	-0,38***	1,00											
<b>ConProp2</b>	-0,41***	0,92***	1,00										
<b>ConProp3</b>	-0,44***	0,87***	0,98***	1,00									
<b>ConProp4</b>	-0,45***	0,82***	0,94***	0,98***	1,00								
<b>ConProp5</b>	-0,46***	0,78***	0,91***	0,96***	0,99***	1,00							
<b>EndTOTAL</b>	0,05*	0,00	-0,01	-0,02	-0,01	0,00	1,00						
<b>EndLP</b>	0,04*	0,00	-0,01	-0,02	-0,02	-0,02	0,88***	1,00					
<b>EndCP</b>	0,02	0,00	0,00	0,01	0,02	0,03	0,59***	0,16***	1,00				
<b>EndSUB</b>	-0,03	0,08***	0,06*	0,05*	0,05*	0,04*	0,18***	0,19***	0,06**	1,00			
<b>ROA</b>	0,02	-0,01	0,01	0,02	0,02	0,01	-0,12	-0,11***	-0,08***	-0,05*	1,00		
<b>Tang</b>	-0,06**	0,08***	0,09***	0,08***	0,08***	0,083***	0,31***	0,32***	0,11***	0,08***	-0,04	1,00	
<b>Tam</b>	0,14***	0,10***	0,13***	0,11***	0,08***	0,058**	0,17***	0,26***	-0,09***	0,09***	-0,12***	0,18***	1,00

Fonte: elaborado pela autora (2022).

Nota: a variável CAPSUB, assim como as variáveis DNDif e DNM não constam na tabela pois são variáveis binárias e não contínuas.

Esse achado pode ser um indicativo de que à medida que os valores do IGC aumentam os níveis de concentração de propriedade reduzem, tal achado encontra-se alinhado assim com as teorias acerca de estrutura de propriedade e da Teoria da Agência, visto que a relevância da Governança Corporativa está estreitamente ligada a contenção dos conflitos de agência e dos efeitos da concentração de propriedade. Para Konraht, Consoni e Fonseca (2020), Sonza (2017) e Jiraporn *et al.* (2013) a estrutura de propriedade pode ser compreendida como um mecanismo do Governança Corporativa, sendo o monitoramento apresentado pela Teoria da Agência como uma forma de mitigar os efeitos negativos do comportamento do gestor mediante a configuração da estrutura de propriedade da empresa. Nesse sentido, ambientes de baixa concentração de propriedade exigem a implementação de um sistema de governança corporativo mais robusto, para suprir a necessidade de informação dos *stakeholders* e resguardo do direito dos acionistas minoritários. Sendo assim, maiores níveis de concentração de propriedade requerem um sistema de Governança Corporativa mais enxuto, o que pode refletir menores valores de IGC.

Em outro espectro, os custos de implementação de um sistema de Governança Corporativa, em um contexto de propriedade pulverizada, que elevam os custos de agência, ainda se apresentam vantajosos em relação as perdas residuais pelo comportamento desalinhado do gestor, caso não houvesse a implantação de um sistema de Governança Corporativa instalado. Tal aspecto pode ser uma das justificativas para a correlação de aumento do IGC quando há redução da concentração de propriedade, ou seja, a eficiência de implantação de um sistema de Governança Corporativa, mesmo que com maiores custos, com o objetivo de alinhar as ações da gestão com os interesses dos acionistas.

No que tange a correlação entre as variáveis dependentes, os resultados da tabela 11 demonstram a existência de forte correlação entre as variáveis EndTOTAL e EndLP e EndCP empregadas, resultado esperado mediante a composição do EndTOTAL ser a soma do EndLP com EndCP. Já as correlações entre as variáveis dependentes e as variáveis referentes a concentração de propriedade não se mostraram, em sua maioria, com significância estatística, a exceção da variável EndSUB a qual apresentou baixa correlação positiva significativa com todos os cinco níveis de concentração de propriedade, alinhando-se aos achados nas estatísticas descritivas.

A variável de controle referente a performance das empresas (ROA) apresentou correlação negativa significativa para todas as variáveis de endividamento, exceto para o EndTOTAL. Esse achado pode ser esse um indicativo da aderência do contexto brasileiro a Teoria *Pecking Order*, na qual prioriza-se o uso dos recursos oriundo de fluxo de caixa livre

em ordem prioritária a captação de dívida com terceiros, sendo que empresas com melhor performance, ou seja, maiores valores de ROA, podem gerar mais fluxo de caixa livre do que empresas com menor performance (SAMPAIO *et al.*, 2021).

Por sua vez, o nível de tangibilidade dos ativos da empresa (Tang) apresentou correlação positiva com todos os índices de endividamento, condizente com as premissas teóricas de que ativos podem ser empregados como fonte de garantia para a obtenção de capital de terceiros, sendo a força da correlação entre a Tang e o EndLP é mais expressiva que com o EndCP (CHANG; CHOU; HUANG, 2014; CORREA; BASSO; NAKAMURA, 2013; LEMMON; ROBERTS; ZENDER, 2008; MENDONÇA; MARTINS; TERRA, 2019; MIN, 2016; ÖZTEKIN, 2015; PINHEIRO *et. al.*, 2017; TRISTÃO; SONZA, 2019). Ou seja, a maior tangibilidade serve como suporte para a obtenção de endividamento de longo prazo perante terceiros, o que por sua vez se converte na aplicação de ativos de menor liquidez na empresa, que irão aumentar a tangibilidade, criando-se um ciclo de retroalimentação.

Inicialmente as variáveis EndTOTAL, EndLP, EndCP e EndSUB foram estimadas conforme a metodologia exposta para a etapa 1, ou seja, empregando o IGC como variável explicativa referente a Governança Corporativa. Os resultados estão expostos na tabela 11 a 14. A fim de conferir a consistência dos resultados identificados quando do emprego do IGC nos modelos econométricos, as tabelas 11 a 14 apresentam os resultados dos modelos para as variáveis dependentes EndTOTAL, EndLP, EndCP e EndSUB com a substituição do IGC pela variável DNDif, referente a realização da etapa 2, e posteriormente, com a substituição do IGC pela variável DNM referente a realização da etapa 3.

Mediante o emprego do método GLS para a correção dos problemas de heterocedasticidade e autocorrelação, as tabelas com os resultados das estimações apresentam os resultados dos testes pós-estimação de Wald, sendo desejável refutar a hipótese nula de que os coeficientes da equação são nulos. Para a checagem da relação quadrática entre a concentração de propriedade e o endividamento empregou-se o comando *utest* no Stata15®, cuja hipótese nula é de relação não monotônica em U invertido e a hipótese alternativa é de relação em U invertido (LIND; MEHLUM, 2010).

Já os resultados constantes na tabela 15 referem-se aos modelos logit com correção robusta de White, nas etapas 1, 2 e 3, e apresentam os testes pós estimacão de Hosmer e Lemeshow (HL) ou  $X^2$ , o qual visa checar se existem diferenças significativas entre a realidade e o que foi observado via modelo, além dos já mencionados teste de Wald.

Tabela 12 – Resultados dos modelos com a variável dependente EndTOTAL – hipótese de pesquisa 1 e 3.

Método GLS <sup>A</sup>															
	Etapa 1					Etapa 2					Etapa 3				
<b>IGC</b>	-0,022	-0,075	-0,072	-0,063	-0,049										
<b>DNDif</b>						-0,061***	-0,063***	-0,064***	-0,063***	-0,062***					
<b>DNM</b>											-0,037***	-0,049***	-0,051***	-0,050***	-0,046***
<b>ConProp1</b>	-0,022					-0,014					-0,030				
<b>ConProp1<sup>2</sup></b>	-0,006					-0,022					-0,016				
<b>ConProp2</b>		0,166**					0,175**					0,185**			
<b>ConProp2<sup>2</sup></b>		-0,187***					-0,200***					-0,233***			
<b>ConProp3</b>			0,202**					0,223**					0,239***		
<b>ConProp3<sup>2</sup></b>			-0,199***					-0,223***					-0,262***		
<b>ConProp4</b>				0,217**					0,246***					0,268***	
<b>ConProp4<sup>2</sup></b>				-0,197**					-0,229***					-0,272***	
<b>ConProp5</b>					0,214**					0,244**					0,271***
<b>ConProp5<sup>2</sup></b>					-0,181**					-0,214***					-0,259***
<b>ROA</b>	-0,150***	-0,153***	-0,149***	-0,148***	-0,147***	-0,167***	-0,171***	-0,167***	-0,166***	-0,164***	-0,167***	-0,176***	-0,172***	-0,170***	-0,167***
<b>Tang</b>	0,296***	0,307***	0,304***	0,302***	0,300***	0,287***	0,297***	0,294***	0,292***	0,290***	0,287***	0,297***	0,294***	0,292***	0,290***
<b>Tam</b>	0,011***	0,0115***	0,011***	0,011***	0,011***	0,010***	0,010***	0,010***	0,011***	0,011***	0,007**	0,006**	0,007**	0,007**	0,007**
<b>α</b>	0,034	-0,008	-0,028	-0,043	-0,053	0,065	0,019	-0,001	-0,015	-0,022	0,090	0,066	0,048	0,032	0,019

<sup>A</sup>: Todas as estimações foram controladas com dummy de ano e dummy de setor de atividade econômica. Estimções homocedásticas

Obs.	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387
Prob > chi2	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Wald chi2	382,70	393,10	391,40	389,10	386,60	410,30	422,40	421,70	419,40	415,90	394,00	411,80	410,70	407,50	402,60
Log likelihood	665,10	669,10	668,50	667,60	666,60	675,80	680,50	680,20	679,30	678,00	669,50	676,40	676,00	674,70	672,80
Utest (t-value)	N/A	2,09**	2,27**	2,26**	2,14**	N/A	2,23**	2,54***	2,59***	2,47***	N/A	2,35***	2,71***	2,79***	2,71***
Formato		∩	∩	∩	∩		∩	∩	∩	∩		∩	∩	∩	∩
Ponto Extremo		0,44	0,51	0,55	0,59		0,44	0,49	0,53	0,57		0,39	0,45	0,49	0,52
Inclinação (menor)		0,16	0,20	0,21	0,21		0,17	0,22	0,24	0,24		0,18	0,24	0,26	0,27
Inclinação (maior)		-0,21	-0,19	-0,17	-0,15		-0,22	-0,22	-0,21	-0,18		-0,28	-0,28	-0,27	-0,24

Fonte: elaborado pela autora (2022).

Nota: \*: significativa a 10%; \*\* significativa a 5%; \*\*\* significativa a 1%. Utest: H0: curva em formato de U ( $p\text{-value} > 0,05$ ); H1: curva em formato de U invertido ( $p\text{-value} < 0,05$ ). Ponto Extremo: é o valor da variável X que leva ao ponto máximo da variável Y. N/A: houve falha na aplicação do teste para refutar a H0.

Tabela 13 – Resultados dos modelos com a variável dependente EndLP – hipótese de pesquisa 1 e 3.

Método GLS <sup>A</sup>															
	Etapa 1					Etapa 2					Etapa 3				
<b>IGC</b>	-0,066*	-0,079**	-0,080**	-0,075*	-0,066										
<b>DNDif</b>						-0,052***	-0,054***	-0,055***	-0,055***	-0,053***					
<b>DNM</b>											-0,032***	-0,043***	-0,045***	-0,045***	-0,043***
<b>ConProp1</b>	0,001					0,0113					-0,002				
<b>ConProp1<sup>2</sup></b>	-0,027					-0,0416					-0,036				
<b>ConProp2</b>		0,125*					0,135**					0,144**			
<b>ConProp2<sup>2</sup></b>		-0,146**					-0,157***					-0,186***			
<b>ConProp3</b>			0,140*					0,160**					0,175**		
<b>ConProp3<sup>2</sup></b>			-0,148**					-0,168***					-0,203***		
<b>ConProp4</b>				0,149*					0,177**					0,198**	
<b>ConProp4<sup>2</sup></b>				-0,148**					-0,173***					-0,215***	
<b>ConProp5</b>					0,143*					0,172**					0,199**
<b>ConProp5<sup>2</sup></b>					-0,133**					-0,160**					-0,205***
<b>ROA</b>	-0,074**	-0,076**	-0,073**	-0,072**	-0,072**	-0,090**	-0,093***	-0,090**	-0,089**	-0,088**	-0,090**	-0,097***	-0,094***	-0,093***	-0,092**
<b>Tang</b>	0,247***	0,255***	0,252***	0,251***	0,249***	0,240***	0,247***	0,244***	0,243***	0,241***	0,240***	0,246***	0,243***	0,242***	0,241***
<b>Tam</b>	0,022***	0,022***	0,022***	0,022***	0,022***	0,021***	0,021***	0,022***	0,022***	0,022***	0,019***	0,018***	0,018***	0,018***	0,018***
<b>α</b>	-0,204***	-0,231***	-0,239***	-0,247***	-0,252***	-0,183***	-0,214***	-0,224***	-0,233***	-0,236***	-0,159***	-0,171***	-0,177***	-0,186***	-0,194***

<sup>A</sup>: Todas as estimações foram controladas com dummy de ano e dummy de setor de atividade econômica. Estimções homocedásticas.

Obs.	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387
Prob > chi2	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Wald chi2	407,8	417,8	416	414	411	436,8	448	447,3	445,5	441,7	419,9	437,8	437,4	435,2	430,2
Log likelihood	937,2	941,1	940,4	939,6	938,5	948,4	952,6	952,4	951,7	950,2	941,9	948,7	948,6	947,8	945,8
Utest (t-value)	0,02	1,91**	1,91**	1,90**	1,75**	0,2	2,09**	2,22**	2,27**	2,12**	N/A	2,22**	2,41***	2,51***	2,42***
Formato	U	∩	∩	∩	∩	U	∩	∩	∩	∩		∩	∩	∩	∩
Ponto Extremo	0,01	0,42	0,47	0,50	0,53	0,13	0,43	0,47	0,51	0,53		0,38	0,43	0,46	0,48
Inclinação (menor)	0,00	0,12	0,14	0,15	0,14	0,01	0,13	0,16	0,17	0,17		0,14	0,17	0,19	0,19
Inclinação (maior)	-0,05	-0,16	-0,15	-0,14	-0,12	-0,07	-0,18	-0,17	-0,17	-0,15		-0,22	-0,23	-0,23	-0,21

Fonte: elaborado pela autora (2022).

Nota: \*: significante a 10%; \*\* significante a 5%; \*\*\* significante a 1%. Utest: H0: curva em formato de U ( $p\text{-value} > 0,05$ ); H1: curva em formato de U invertido ( $p\text{-value} < 0,05$ ). Ponto Extremo: é o valor da variável X que leva ao ponto máximo da variável Y. N/A: houve falha na aplicação do teste para refutar a H0.

Tabela 14 – Resultados dos modelos com a variável dependente EndCP – hipótese de pesquisa 1 e 3.

Método GLS <sup>A</sup>															
	Etapa 1					Etapa 2					Etapa 3				
<b>IGC</b>	0,002	0,004	0,008	0,012	0,015										
<b>DNDif</b>						-0,008	-0,008	-0,008	-0,008	-0,008					
<b>DNM</b>											-0,003	-0,004	-0,003	-0,002	
<b>ConProp1</b>	-0,018					-0,020					-0,021				
<b>ConProp1<sup>2</sup></b>	0,017					0,016					0,017				
<b>ConProp2</b>		0,0417					0,040					0,041			
<b>ConProp2<sup>2</sup></b>		-0,038					-0,041					-0,043			
<b>ConProp3</b>			0,056					0,057					0,058		
<b>ConProp3<sup>2</sup></b>			-0,044					-0,049					-0,049		
<b>ConProp4</b>				0,059					0,060					0,06	
<b>ConProp4<sup>2</sup></b>				-0,041					-0,047					-0,046	
<b>ConProp5</b>					0,0618					0,0631				0,061	
<b>ConProp5<sup>2</sup></b>					-0,039					-0,045				-0,0439	
<b>ROA</b>	-0,071***	-0,072***	-0,0719***	-0,0716***	-0,071***	-0,073***	-0,074***	-0,073***	-0,072***	-0,0723***	-0,072***	-0,074***	-0,072***	-0,071***	
<b>Tang</b>	0,049***	0,052***	0,052***	0,0518***	0,051***	0,0483***	0,051***	0,050***	0,050***	0,049***	0,048***	0,051***	0,051***	0,050***	
<b>Tam</b>	-0,009***	-0,009***	-0,009***	-0,009***	-0,009***	-0,009***	-0,009***	-0,009***	-0,009***	-0,009***	-0,009***	-0,010***	-0,009***	-0,009***	
<b>α</b>	0,214***	0,198***	0,188***	0,183***	0,178***	0,224***	0,209***	0,200***	0,196***	0,193***	0,222***	0,210***	0,200***	0,194***	

<sup>A</sup>: Todas as estimações foram controladas com dummy de ano e dummy de setor de atividade econômica. Estimções homocedásticas.

Obs.	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387
Prob > chi2	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Wald chi2	225,4	226,9	227,5	227,7	228,4	228,2	229,8	230,1	229,9	230,1	225,9	227,7	227,8	227,8
Log likelihood	1808	1808	1809	1809	1809	1809	1810	1810	1810	1810	1808	1809	1809	1809
Utest (t-value)	0,49	1,19	1,10	0,81	0,60	0,38	1,17	1,40	1,16	0,98	0,41	1,20	1,36	1,05
Formato	U	U	U	U	U	U	U	U	U	U	U	U	U	U
Ponto Extremo	0,53	0,53	0,63	0,73	0,77	0,61	0,49	0,59	0,64	0,68	0,60	0,48	0,58	0,64
Inclinação (menor)	-0,01	0,04	0,06	0,06	0,06	-0,02	0,04	0,06	0,06	0,06	-0,02	0,04	0,05	0,06
Inclinação (maior)	0,01	-0,04	-0,03	-0,02	0,02	0,12	-0,04	0,04	-0,03	-0,03	0,01	-0,04	-0,04	-0,03

Fonte: elaborado pela autora (2022).

Nota: \*: significativa a 10%; \*\* significativa a 5%; \*\*\* significativa a 1%. Utest: H0: curva em formato de U ( $p\text{-value} > 0,05$ ); H1: curva em formato de U invertido ( $p\text{-value} < 0,05$ ). Ponto Extremo: é o valor da variável X que leva ao ponto máximo da variável Y. N/A: houve falha na aplicação do teste para refutar a H0.

Tabela 15 – Resultados dos modelos com a variável dependente EndSUB – hipótese de pesquisa 2 e 4.

Método GLS <sup>A</sup>															
	Etapa 1					Etapa 2					Etapa 3				
<b>IGC</b>	-0,015	-0,017	-0,015	-0,017	-0,017										
<b>DNDif</b>						-0,001	-0,002	-0,001	-0,001	-0,001					
<b>DNM</b>											-0,013*	-0,013*	-0,013	-0,014*	-0,014*
<b>ConProp1</b>	-0,061					-0,057					-0,065				
<b>ConProp1<sup>2</sup></b>	0,095**					0,093**					0,092**				
<b>ConProp2</b>		-0,089*					-0,0863					-0,084			
<b>ConProp2<sup>2</sup></b>		0,099**					0,099**					0,086*			
<b>ConProp3</b>			-0,103*					-0,101*					-0,093		
<b>ConProp3<sup>2</sup></b>			0,106**					0,106**					0,089*		
<b>ConProp4</b>				-0,104					-0,102					-0,090	
<b>ConProp4<sup>2</sup></b>				0,102*					0,102*					0,080	
<b>ConProp5</b>					-0,091					-0,088					-0,072
<b>ConProp5<sup>2</sup></b>					0,089*					0,090*					0,065
<b>ROA</b>	-0,056*	-0,058**	-0,060**	-0,060**	-0,061**	-0,057**	-0,059**	-0,061**	-0,062**	-0,062**	-0,062**	-0,064**	-0,066**	-0,067**	-0,067**
<b>Tang</b>	0,025	0,025	0,027	0,0282	0,0291	0,026	0,025	0,027	0,028	0,029	0,0225	0,0231	0,0244	0,0254	0,026
<b>Tam</b>	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,001	0,001	0,002	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
<b>α</b>	-0,007	0,011	0,017	0,02	0,015	-0,013	0,005	0,011	0,012	0,007	0,016	0,033	0,038	0,041	0,036

<sup>A</sup>: Todas as estimações foram controladas com dummy de ano e dummy de setor de atividade econômica. Estimções homocedásticas

Obs.	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387
Prob > chi2	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Wald chi2	117,2	114,1	114,1	112,8	111,7	117	113,8	113,8	112,5	111,5	120,2	116,8	116,5	115,5	114,6
Log likelihood	1217	1216	1216	1215	1215	1217	1216	1216	1215	1215	1219	1217	1217	1216	1216
Utest (t-value)	1,32	1,66**	1,72**	1,62	1,35	1,26	1,62	1,69**	1,58	1,31	1,44	1,58	1,57	1,39	1,08
Formato	U	∩	∩	U	U	U	U	∩	U	U	U	U	U	U	U
Ponto Extremo	0,32	0,44	0,48	0,51	0,51	0,30	0,43	0,47	0,49	0,49	0,35	0,48	0,52	0,55	0,55
Inclinação (menor)	-0,06	-0,08	-0,10	-0,10	-0,09	-0,05	-0,08	-0,10	-0,10	-0,08	-0,06	-0,08	-0,09	-0,09	-0,07
Inclinação (maior)	0,12	0,10	0,10	0,09	0,08	0,12	0,11	0,11	0,10	-0,09	0,12	0,08	0,08	0,07	0,06

Fonte: elaborado pela autora (2022).

Nota: \*: significativa a 10%; \*\* significativa a 5%; \*\*\* significativa a 1%. Utest: H0: curva em formato de U ( $p\text{-value} > 0,05$ ); H1: curva em formato de U invertido ( $p\text{-value} < 0,05$ ). Ponto Extremo: é o valor da variável X que leva ao ponto máximo da variável Y. N/A: houve falha na aplicação do teste para refutar a H0.

Tabela 16 – Resultados dos modelos com a variável dependente CAPSUB – hipótese de pesquisa 2 e 4.

Método Logit com correção robusta de White – com efeitos aleatórios															
	Etapa 1					Etapa 2					Etapa 3				
<b>IGC</b>	-1.882	-2,107	-1,982	-2,028	-2,095										
<b>DNDif</b>						-0,241	-0,282	-0,262	-0,253	-0,254					
<b>DNM</b>											-0,628	-0,788	-0,766	-0,791	-0,795
<b>ConProp1</b>	-2.180					-1.837					-2.487				
<b>ConProp1<sup>2</sup></b>	2.117					1.952					2.197				
<b>ConProp2</b>		-3,864					-3,808					-4,175			
<b>ConProp2<sup>2</sup></b>		2,876					3,035					2,774			
<b>ConProp3</b>			-5,703					-5,737					-5,877		
<b>ConProp3<sup>2</sup></b>			4,202					4,423					3,967		
<b>ConProp4</b>				-5,819					-5,891					-5,757	
<b>ConProp4<sup>2</sup></b>				4,069					4,332					3,605	
<b>ConProp5</b>					-4,398					-4,431					-4,101
<b>ConProp5<sup>2</sup></b>					2,888					3,137					2,249
<b>ROA</b>	-2.103	-2,11	-2,206	-2,231	-2,207	-2.358	-2,399	-2,479	-2,5	-2,482	-2.652	-2,758	-2,831	-2,881	-2,858
<b>Tang</b>	2,965***	2,913***	2,912***	2,946***	2,991***	2,987***	2,911***	2,917***	2,953***	2,999***	2,867***	2,814***	2,810***	2,851***	2,900***
<b>Tam</b>	0,612***	0,603***	0,596***	0,593***	0,594***	0,587***	0,576***	0,572***	0,570***	0,570***	0,543***	0,520***	0,516***	0,509***	0,507***
<b><math>\alpha</math></b>	-9,970***	-9,004***	-8,339***	-8,129***	-8,506***	-10,54***	-9,604***	-8,911***	-8,739***	-9,168***	-9,267***	-7,985***	-7,313**	-7,093**	-7,536**
<b>Obs.</b>	1.258	1.258	1.258	1.258	1.258	1.258	1.258	1.258	1.258	1.258	1.258	1.258	1.258	1.258	1.258
<b>Rho</b>	0,417	0,418	0,42	0,421	0,422	0,412	0,412	0,415	0,417	0,417	0,41	0,411	0,413	0,414	0,413
<b>Sigma_u</b>	1.534	1,537	1,544	1,548	1,549	1.517	1,517	1,528	1,532	1,533	1.512	1,515	1,521	1,524	1,522
<b>HL_(X<sup>2</sup>)</b>	59,05	59,15	59,72	60,02	60,59	58,41	58,43	59,2	59,51	60,04	57,35	57,2	57,51	57,79	58,28
<b>Prob &gt; chi2</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Wald chi2</b>	141,2	139,8	137,5	136,9	138,6	149,2	146,3	144,5	144,3	146,1	148	146,4	143,4	142,4	144,2
<b>Log likelihood</b>	-315,4	-315	-314,6	-314,7	-315,1	-316	-315,4	-314,9	-315	-315,5	-315	-314,3	-314	-314	-314,5

<sup>A</sup>: Todas as estimações foram controladas com dummy de ano e dummy de setor de atividade econômica. Estimções homocedásticas e sem autocorrelação.

Fonte: elaborado pela autora (2022).

Nota: \*: significativa a 10%; \*\* significativa a 5%; \*\*\* significativa a 1%. O comando *utest* não se aplica aos modelos logit.

Devido a etapa 4 ter gerado um grande volume de estimações, os resultados foram condensados nos quadros 7 e 8, nos quais constam somente as relações significantes até 0,10, sendo que as tabelas 17 a 30, com a apresentação completa dos resultados, constam no Apêndice – B deste trabalho.

Quadro 7 – Resumo dos resultados dos modelos com subíndices do IGC – hipótese de pesquisa 1 e 3.

	EndTOTAL	EndLP	EndCP		EndTOTAL	EndLP	EndCP
SUB1	ConProp1 e ConProp1 <sup>2</sup>		-	SUB5	ConProp1 e ConProp1 <sup>2</sup>		-
	ConProp2 e ConProp2 <sup>2</sup>		-		ConProp2 e ConProp2 <sup>2</sup>		-
	ConProp3 e ConProp3 <sup>2</sup>		-		ConProp3 e ConProp3 <sup>2</sup>		-
	ConProp4 e ConProp4 <sup>2</sup>				ConProp4 e ConProp4 <sup>2</sup>		
	ConProp5 e ConProp5 <sup>2</sup>				ConProp5 e ConProp5 <sup>2</sup>		
SUB2	ConProp1 e ConProp1 <sup>2</sup>	-	-	SUB6	ConProp1 e ConProp1 <sup>2</sup>		+
	ConProp2 e ConProp2 <sup>2</sup>	-	-		ConProp2 e ConProp2 <sup>2</sup>		+
	ConProp3 e ConProp3 <sup>2</sup>	-	-		ConProp3 e ConProp3 <sup>2</sup>		+
	ConProp4 e ConProp4 <sup>2</sup>	-	-		ConProp4 e ConProp4 <sup>2</sup>		+
	ConProp5 e ConProp5 <sup>2</sup>	-	-		ConProp5 e ConProp5 <sup>2</sup>		+
SUB3	ConProp1 e ConProp1 <sup>2</sup>	-	-	SUB7	ConProp1 e ConProp1 <sup>2</sup>	-	-
	ConProp2 e ConProp2 <sup>2</sup>	-	-		ConProp2 e ConProp2 <sup>2</sup>	-	-
	ConProp3 e ConProp3 <sup>2</sup>	-	-		ConProp3 e ConProp3 <sup>2</sup>	-	-
	ConProp4 e ConProp4 <sup>2</sup>	-	-		ConProp4 e ConProp4 <sup>2</sup>	-	-
	ConProp5 e ConProp5 <sup>2</sup>	-	-		ConProp5 e ConProp5 <sup>2</sup>	-	-
SUB4	ConProp1 e ConProp1 <sup>2</sup>						
	ConProp2 e ConProp2 <sup>2</sup>						
	ConProp3 e ConProp3 <sup>2</sup>						
	ConProp4 e ConProp4 <sup>2</sup>						
	ConProp5 e ConProp5 <sup>2</sup>						

Fonte: elaborado pela autora (2022).

Nota: Todos os sinais expostos são referentes à valores de beta significantes a no máximo 10%. SUB1: Direitos das ações e Circulação de ações; SUB2: Assembleia Geral Ordinária; SUB3: Estrutura do Conselho de Administração; SUB4: Composição do conselho de administração; SUB5: Diretoria executiva; SUB6: Fiscalização e controle; SUB7: Transparência.

Quadro 8 – Resumo dos resultados dos modelos com subíndices do IGC – hipótese de pesquisa 2 e 4.

	EndSUB	CAPSUB		EndSUB	CAPSUB
SUB1	ConProp1 e ConProp1 <sup>2</sup>		SUB5	ConProp1 e ConProp1 <sup>2</sup>	+
	ConProp2 e ConProp2 <sup>2</sup>	-		ConProp2 e ConProp2 <sup>2</sup>	+
	ConProp3 e ConProp3 <sup>2</sup>	-		ConProp3 e ConProp3 <sup>2</sup>	+
	ConProp4 e ConProp4 <sup>2</sup>	-		ConProp4 e ConProp4 <sup>2</sup>	+
	ConProp5 e ConProp5 <sup>2</sup>	-		ConProp5 e ConProp5 <sup>2</sup>	+
SUB2	ConProp1 e ConProp1 <sup>2</sup>		SUB6	ConProp1 e ConProp1 <sup>2</sup>	
	ConProp2 e ConProp2 <sup>2</sup>			ConProp2 e ConProp2 <sup>2</sup>	
	ConProp3 e ConProp3 <sup>2</sup>			ConProp3 e ConProp3 <sup>2</sup>	

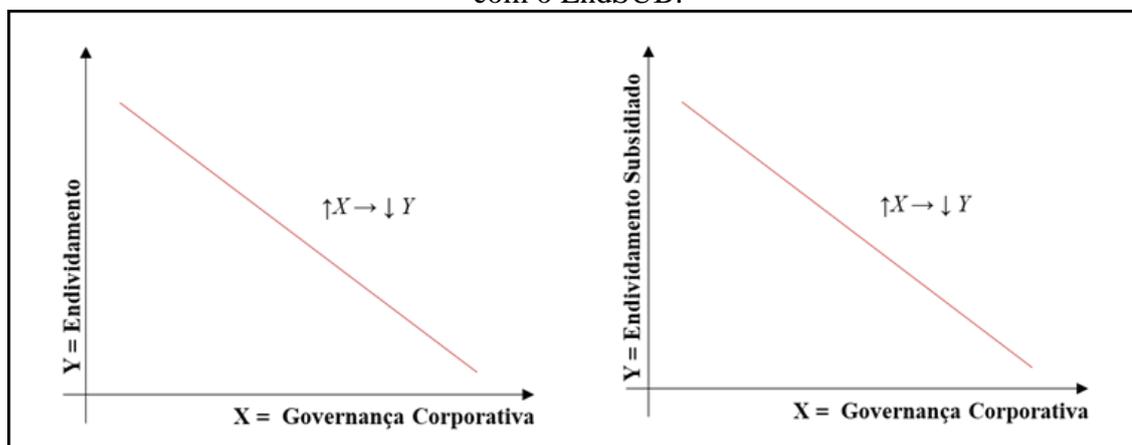
	ConProp4 e ConProp4 <sup>2</sup> ConProp5 e ConProp5 <sup>2</sup>		ConProp4 e ConProp4 <sup>2</sup> ConProp5 e ConProp5 <sup>2</sup>
SUB3	ConProp1 e ConProp1 <sup>2</sup> ConProp2 e ConProp2 <sup>2</sup> ConProp3 e ConProp3 <sup>2</sup> ConProp4 e ConProp4 <sup>2</sup> ConProp5 e ConProp5 <sup>2</sup>		ConProp1 e ConProp1 <sup>2</sup> ConProp2 e ConProp2 <sup>2</sup> ConProp3 e ConProp3 <sup>2</sup> ConProp4 e ConProp4 <sup>2</sup> ConProp5 e ConProp5 <sup>2</sup>
SUB4	ConProp1 e ConProp1 <sup>2</sup> - ConProp2 e ConProp2 <sup>2</sup> - ConProp3 e ConProp3 <sup>2</sup> - ConProp4 e ConProp4 <sup>2</sup> - ConProp5 e ConProp5 <sup>2</sup> -		

Fonte: elaborado pela autora (2022).

Nota: Todos os sinais expostos são referentes à valores de beta significantes a no máximo 10%.  
SUB1: Direitos das ações e Circulação de ações; SUB2: Assembleia Geral Ordinária; SUB3: Estrutura do Conselho de Administração; SUB4: Composição do conselho de administração; SUB5: Diretoria executiva; SUB6: Fiscalização e controle; SUB7: Transparência.

Com base nos resultados da tabela 12, 13 e 14 percebe-se a existência de uma relação negativa entre o IGC com o EndLP na etapa 1, e negativa do DNDif e DNM com o EndTOTAL e EndLP nas etapas 2 e 3. Não foi observada relação significativa das variáveis representativas da Governança Corporativa para com o EndCP em nenhuma das três etapas. Já a relação da Governança Corporativa, via emprego da variável DNM, com o EndSUB, constante na tabela 15, expõem que apesar da constância do sinal da relação negativa nas três etapas, apenas houve significância estatística dessa relação na etapa 3. Por sua vez, os resultados constantes na tabela 16, referentes ao modelo logit, não apresentou resultados significativos em nenhuma das três etapas, apesar da permanência do sinal negativo. A representação gráfica 12 ilustra esses resultados.

Gráfico 12 – Relação linear do IGC, DNDif e DNM com o EndTOTAL e EndLP e do DNM com o EndSUB.



Fonte: elaborado pela autora (2022).

Conforme a representação gráfica 12, a maior adoção de práticas de Governança Corporativa, capturados seja pelo IGC, ou pelo DNDif ou DNM, influencia a redução do endividamento total, de longo prazo e subsidiado das empresas brasileiras, ou seja, uma relação linear negativa. Esses resultados são contrários a hipótese de pesquisa 1 para a qual se esperava uma relação positiva entre a Governança Corporativa e o endividamento, e contrário a hipótese de pesquisa 2, para a qual se esperava uma relação positiva entre a Governança Corporativa e o endividamento subsidiado.

### **5.1 Discussão da relação das práticas de Governança Corporativa com o endividamento**

Para Cicogna, Toneto Junior, Valle (2007), à medida que a empresa aumenta a adoção de práticas de Governança Corporativa, e divulga isso ao mercado e aos seus potenciais credores, os gestores que antes poderiam estar sujeitos a restrição de crédito, passam a ter esta “demanda” atendida, podendo então acessar fontes externas de capital, aumentando o montante de dívidas de longo prazo, o que conseqüentemente eleva o nível do endividamento total da empresa. Entretanto, os resultados expostos nas tabelas 12, 13 e 15 evidenciam um comportamento contrário, o qual foi confirmando nas etapas 2 e 3.

Há de se frisar que o endividamento subsidiado apresentou resultados alinhados com o endividamento oneroso, demonstrando que na relação entre Governança Corporativa e nível de endividamento, não há, no caso brasileiro, indício de que a distinção na identidade do credor altera essa relação, pois mesmo isolando-se a dívida subsidiada o sinal da relação persistiu. Dessa forma, pode-se compreender que tanto as instituições financeiras privadas como as instituições de banco de desenvolvimento, no caso o BNDES, não atuam de maneira dispare em relação a um dos critérios a serem analisados para a cessão de crédito, mas sim, de forma alinhadas.

A relação negativa do maior nível de adoção de práticas de Governança Corporativa se alinha com os achados de Pinheiro *et al.* (2017) e Silva, Santos e Almeida (2011) que evidenciaram que empresas participantes dos segmentos diferenciados de GC da B3 apresentam menores níveis de endividamento dos que as empresas participantes do mercado básico (tradicional), ou seja, as empresas participantes do mercado mobiliário podem estar usufruindo dos benefícios da Governança Corporativa para com a emissão de ações, reduzindo assim o uso da dívida com instituições financeiras. Além disso, no que tange especificamente ao

endividamento subsidiado, Pinheiro *et al.* (2017) identificou uma relação negativa entre a dívida subsidiada e a Governança Corporativa, esse achado alinha-se com a observação de que as empresas pertencentes ao mercado tradicional da B3 captam maiores volumes de dívida subsidiada que as empresas nos segmentos diferenciados de Governança Corporativa da B3, o que pode ser resultado da redução das assimetrias de informações das empresas pertencentes ao Nível 1, 2 ou NM, o que lhes engrandece o leque de opções de fontes de crédito, como emissões de ações e debêntures (CRISÓSTOMO; PINHEIRO; NAKAMURA, 2020).

A relação negativa da Governança Corporativa com o endividamento também foi identificada por Nascimento *et al.* (2018), tendo sido atribuído a esse resultado o efeito disciplinador da Governança Corporativa sobre a gestão, na qual podem ocorrer a redução do fluxo de caixa livre à disposição da gestão, o qual pode estar sendo destinado a maiores distribuições de dividendos aos acionistas, ou estar sendo empregado para realizar oportunidades de crescimento identificadas, limitando a contratação de dívida com terceiros a parcela residual do investimento não coberto pelo fluxo de caixa livre.

Sob a lente do sistema de Governança Corporativa como sistema para a proteção dos direitos dos acionistas, em que a salvaguarda desses direitos é um dos objetivos desse sistema, a relação negativa pode ser justificada pelo eficiente desempenho do sistema de Governança Corporativa para a salvaguarda dos direitos dos acionistas, promovendo a redução dos efeitos danosos da existência do conflito do tipo principal-principal característico no Brasil (BRANDÃO; CRISÓSTOMO, 2015), ou seja, a Governança Corporativa atuando eficientemente para evitar contextos que favoreçam a expropriação da riqueza dos acionistas minoritários.

Assim, a Governança Corporativa no Brasil pode estar a serviço principalmente dos interesses dos acionistas minoritários e dos demais *stakeholders*, e que mesmo, sendo o Brasil predominante marcado pela figura do acionista controlador, não esteja ocorrendo o efeito substituição e sim, o efeito alinhamento no qual, mesmo com a presença de alta concentração de propriedade o sistema de monitoramento está sendo exercido sob a forte influência do acionista controlador. Dessa forma, caso houvesse a ocorrência de uma relação de quanto melhor a Governança Corporativa maior nível de endividamento, no contexto brasileiro, poderia ser um indício da existência do efeito de expropriação de riqueza, indicando uma ineficácia do sistema de Governança Corporativa para com os direitos dos acionistas minoritários, sendo a expropriação, uma consequência do efeito do entrincheiramento do acionista controlador (JIRAPORN; GLEASON, 2007; NASCIMENTO *et al.*, 2018).

Fazendo referência aos achados de Pinheiro *et al.* (2017) acerca do maior nível de endividamento das empresas do mercado tradicional, pode ser um indício de que empresas com menor qualidade no sistema de Governança Corporativa possam estar expostas a uma perda na tecnicidade e eficiência de alocação de recursos mediante análise de projetos, resultando em uma maior quantidade de endividamento em detrimento da qualidade desse endividamento, assim como podem estar sujeitas ao conflito de principal-gestor, sendo o elevado endividamento uma forma de conter as ações desalinhadas do gestor (JENSEN, 1986).

A ausência de relação significativa do EndCP com as variáveis de Governança Corporativa pode ser devido a menor parcela que esse tipo de endividamento contribui para a estrutura de capital das empresas, apesar de ser útil e empregado em economias voláteis como o Brasil. Além disso, o uso da dívida de curto prazo é recomendada para atenuar situações específicas e não perenes, ou seja, situações não estratégicas, mas emergenciais, o que faz com que o uso da dívida de curto prazo ocorra em decorrência ou da existência de um menor monitoramento à empresa, ou da exposição da empresa a riscos financeiros (TERRA, 2009; 2011). Isso pode indicar que no Brasil o uso da dívida de curto prazo é complementar ao uso da dívida de longo prazo, ou que a dívida de curto prazo esteja sendo utilizada como mecanismo para melhorar a liquidez da empresa, e fornecer um maior dinamismo e poder de barganha as tomadas de decisão dos gestores, o qual foi reduzido via Governança Corporativa a fim de prover o alinhamento principal-gestor.

No que tange ao uso da dívida subsidiada pelas empresas brasileiras, por ser o NM o segmento de maior exigência de adoção de práticas de GC, é um indicativo acerca da identidade do tomador de crédito perante a análise dos bancos de desenvolvimento, pois as empresas pertencentes a esse segmento de listagem podem não ser as empresas alvo do de bancos de desenvolvimento como o BNDES. Ressalta-se que em 2017 houve mudanças nas estratégias de fornecimento de crédito do BNDES, o qual passou a priorizar empresas menores, e que estejam alinhadas com projetos e inovação e sustentabilidade ou que comprovem seu compromisso com essas temáticas, sendo que no Brasil, uma pequena parcela das grandes empresas é que participam do mercado mobiliário, e ainda menos dos segmentos diferenciados de Governança Corporativa da B3 (BNDES, 2021; SIQUEIRA, 2019).

Devido o pequeno volume de pesquisas que relacionam a GC e a dívida subsidiada, pode-se, de forma a tentar preencher uma lacuna de pesquisa, tentar explicar a relação encontrada com base em fatores já mais estudados na temática da dívida subsidiada, como exemplo, o ambiente institucionalizado de práticas de benefícios privados e desvio da alocação eficiente de recursos, no qual, conforme Carvalho (2014), um maior nível de práticas de

Governança Corporativa implica em maior monitoramento do comportamento dos gestores, o que por sua vez, inibiria o desvio moral do gestor na alocação de recursos. Dessa forma, os princípios norteadores da Governança Corporativa - transparência (*disclosure*), da equidade (*fairness*), de prestação de contas (*accountability*) e da responsabilidade corporativa – podem estar funcionando como barreira de contenção para a realização do risco moral e exercício da corrupção nas empresas (IBGC, 2018).

O alinhamento das empresas com esses princípios pode permitir que o credor, e órgãos de controle, como os Tribunais de Contas que zelam por recursos públicos tomados por qualquer pessoa (física ou jurídica), acompanhem sazonalmente se as contrapartidas contratuais estabelecidas com os bancos de fomento estão sendo devidamente cumpridas, além da eficiência e efetividade da alocação do recurso, podendo se estender, inclusive ao aspecto de atendimento social-econômico do recurso. Por sua vez, o alinhamento das empresas com os princípios da Governança Corporativa pode frustrar as intenções de ações com viés moral do gestor (MUSACCHIO; LAZZARINI; AGUILERA, 2015).

Entretanto, para Barboza, Furtado e Gabrielli (2018) os produtos creditícios oferecidos pelos Bancos de Desenvolvimento se apresentam como uma opção de fonte de recurso mais vantajosa para setores da indústria, e de infraestrutura, sendo assim, os achados de relação negativa podem ser indícios de que esses setores não detenham sistema de governança corporativos robustos, ou ainda incipientes à avaliação do BNDES, ou que esses setores não estejam tão presentes nos segmento NM, tendo em vista que foi a variável DNM a que capturou essa relação negativa.

Por fim, realizou-se a etapa 4 de estimações na qual houve a substituição da variável IGC por cada um dos seus sete subíndices, sendo que estes foram substituídos um a um nos modelos econométricos a fim de evitar problemas de multicolinearidade. Seguindo a mesma linha lógica de exposição e análise de resultados, serão apresentados os resultados referentes aos modelos econométricos para os sete subíndices segregados pela relação dos modelos com as hipóteses de pesquisa, e posteriormente apresentada a discussão dos resultados com base na literatura e estudos empíricos progressos.

No que tange a discussão dos resultados apresentados nos quadros 7 e 8 acerca dos sete subíndices que compõem o IGC, nota-se que o subíndice referente aos Direitos das ações e Circulação de ações (SUB1) mostrou-se negativamente relacionado com o EndCP assim como com a chance de captação de dívida subsidiada (CAPSUB). As práticas referentes ao SUB1 abordam a proteção dos direitos dos acionistas, nível de ações em circulação e proporção de

ações com direito a voto. Maiores mecanismos de proteção dos direitos dos acionistas reduzem os conflitos do tipo principal-principal, e podem fornecer um ambiente de maior segurança aos acionistas minoritários, evitando que investimentos mais ariscados, os quais podem resultar na expropriação de sua riqueza, além de sinalizar ao mercado que a empresa visa salvaguardar a riquezas e direitos dos seus investidores, equalizando os interesses entre acionista controlador e minoritários (SANTOS, 2013; JÕEVEER, 2012).

O subíndices SUB2 e SUB3, representativos da Assembleia Geral Ordinária (AGO) e da estrutura do Conselho de Administração (CA) respectivamente, apresentaram relação negativa com o EndTOTAL e com o EndLP, e qual se mostrou constante para todos os cinco níveis de concentração de propriedade. Esse resultado é um indicativo de que uma maior participação e representatividade dos acionistas minoritários desfavorece a captação de recursos via contratação de dívida, podendo estar favorecendo a obtenção de capital via emissão de ações, o que por sua vez, contribui para a dispersão do controle, reduzindo a atuação entrincheirada do acionista controlador, e reflete que as práticas relativas a AGO e a estrutura do CA, como o menor tamanho do conselho, menor prazo de mandato, existência de formas de avaliação da atuação do CA contribuem para mitigar os efeitos da expropriação e dos conflitos do tipo principal-principal (BERNADO; ALBANEZ; SECURATO, 2018; JÕEVEER, 2012; SILVA; SANTOS; ALMEIDA, 2011)

A dimensão do SUB4 refere-se à composição do CA, e visa capturar o nível de independência do CA, e mostrou-se negativamente relacionado com o EndSUB. Esse resultado reforça a relação encontrada da concentração de propriedade com o EndSUB, visto que a maior independência do CA implica em menor influência do acionista controlador sobre o CA, enfraquecendo assim o efeito de substituição, e sua posição entrincheirada. Esse é um indicativo também, de que a não observância à maior independência do CA deixa-o suscetível tanto as pressões do acionista, como indiretamente a pressões políticas. Esse achado alinha-se aos de Wen *et al.*, (2002), Saad (2010), Oliveira e Moser, (2015), El-Habashy (2018) sobre a relação negativa da presença de *outsiders* e dualidade do CEO no endividamento das empresas.

Já as práticas do SUB5 são referentes ao tipo de remuneração, mandato e avaliação da Diretoria executiva mostrou-se negativamente relacionado com o EndCP, um indicativo de que quanto mais o gestor tiver a remuneração baseada em ações e na performance da empresa, mais seus interesses ficam alinhados com as estratégias dos acionistas, evitando assim que o gestor busque incrementar a liquidez a sua disposição via captação de dívida de curto prazo, sinalizando que práticas de remuneração do gestores se mostram úteis para evitar a expropriação pelo gestor, mediante alocação ineficiente de recursos, da riqueza dos acionistas

(LOPES, *et al.*, 2019; SEPE, 2014; TOSUN, 2015). Há de se ressaltar que a presença de executivos no CA pode frustrar os benefícios da remuneração como forma de alinhar os interesses da gestão com os dos acionistas, visto que ao participar do CA os executivos podem tentar maximizar seus interesses por meio de influenciar a aprovação de maiores remunerações a gestão (BRANDÃO *et al.*, 2019).

Por sua vez, observa-se uma relação positiva do SUB5 com o EndSUB. Analisando com mais detalhe a composição dos valores médios das práticas isoladas que compõem esse subíndice, observa-se que as práticas 18 (se a diretoria executiva percebe parte da remuneração atrelada aos resultados da empresa) e 20 (se existe mecanismos formais de avaliação da diretoria executiva e/ou seus membros), correspondem a quase 60% da composição do valor médio do SUB5, sendo que essas práticas são referentes a remuneração variável da diretoria executiva e da existência de mecanismo de avaliação da diretoria executiva. Esses dados, combinados ao perfil predominante no contexto brasileiro de elevada concentração de propriedade, favorece uma maior atuação do acionista controlador, seja exercendo o monitoramento, gerando assim o efeito substituição, e por consequência o efeito do entrincheiramento e de expropriação, no qual há um desincentivo a remuneração por ações, a fim de manter o poder de influência do acionista controlador, sendo que a remuneração por ações foi uma das práticas com menor valor de contribuição para o valor total do SUB5 (OLIVEIRA; SILVA JÚNIOR, 2018; 2021).

A existência desses efeitos podem indicar, mediante a alta participação do valor médio das práticas número 18 e 20 no valor do SUB5, que essas as práticas de Governança Corporativa estejam sendo exercidas pelo acionista controlador em substituição ao papel do CA, o que faz com que a maior remuneração variável da diretoria executiva sirva para o alinhamento dos interesses da gestão com os interesses do acionista controlador, da mesma forma, o processo de avaliação da gestão quando feito sob a relevante influência do acionista controlador apresenta-se como ideal, haja visto o alinhamento entre acionista-gestor, mesmo que esse alinhamento possa estar ocorrendo sob efeitos do entrincheiramento e expropriação, ou seja, há um alinhamento dos objetivos privados do acionista controlador com a gestão, em detrimento dos demais acionistas minoritários, e por assim sendo, há um aumento do endividamento subsidiado, o qual foi anteriormente reportado devido as conexões políticas e maximização dos interesses privativos do acionista controlador.

A dimensão de Fiscalização e controle, representada pelo SUB6, mostrou-se positivamente relacionada com o EndCP. Esses resultados são condizentes com a expectativa de que a práticas de fiscalização forneçam fidedignidade e credibilidade às informações emitidas pela empresa, e que, havendo uma predileção para o uso de fluxo de caixa livre nos

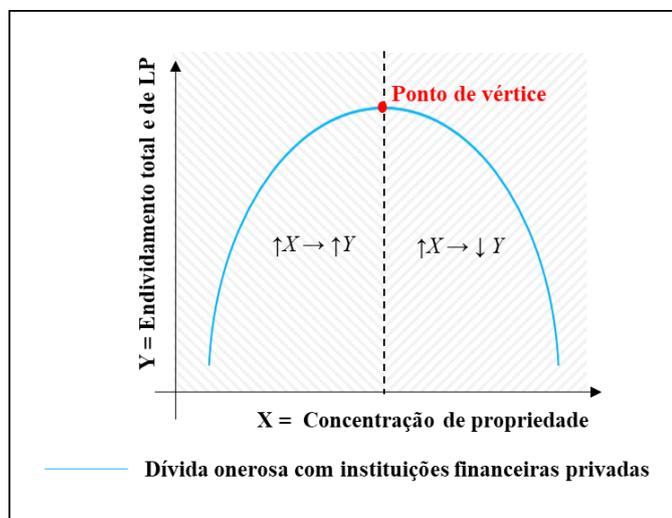
investimentos, como pode ser observado mediante a relação negativa do ROA para com o endividamento, o residual de crédito demandado pelas empresas torna-se complementar e pode estar sendo obtido via contração de dívidas de curto prazo, para as quais a existência de práticas em prol do controle e monitoramento dos riscos do aumento do endividamento podem suprir as demandas dos credores por informação, maior confiança e respaldo das garantias oferecidas pela empresa, facilitando a cessão de crédito de curto prazo para as empresas. Além disso, esse achado pode indicar que a maior fiscalização e controle, elevem o conservadorismo, e a restrição a financiamentos de longo prazo que incrementem o risco de falência e inadimplência, sendo a dívida de curto prazo uma alternativa a esse conservadorismo, a qual se consegue controlar melhor os riscos associados (DETTAMRONG; CHANCHARAT; VITHESSONTHI, 2017), mas que podem elevar o custo do capital mediante maiores juros requeridos pelos credores, assim como a redução do fluxo de caixa livre, mediante o comprometimento desse fluxo para o pagamento de altas parcelas (SIQUEIRA, 2019).

Já a dimensão Transparência, representada pelo SUB7, apresentou uma relação negativa tanto para com o EndTOTAL e EndLP, esse achado demonstra que a redução de assimetrias de informação oriundas dos meios de exposição dos demonstrativos financeiros das empresas ao mercado e aos credores, atua para que os credores avaliem mais precisamente o risco específico das empresas (BESSIS, 1998; BRITO; ASSAF NETO; MACHADO; MACHADO; CORRAR, 2009; CARMONA; FUENTES; RUIZ, 2016; ELSHANDIDY; NERI, 2015; SERRA; LEMOS, 2020), assim como os custos os elevados custos de transação associados ao endividamento (PRATES; LEAL, 2005). Essa melhor precisão, pode indicar que os credores sejam mais sensíveis e aversos ao risco, direcionando a empresa a emitir ações em substituição a captação de dívida, perante as instituições financeiras, as quais tentarão elevar sua remuneração (juros, exigência de garantias) com base na avaliação das informações disponibilizadas pela empresa, e compensar o maior risco envolvido, elevando assim o custo de capital.

## **5.2 Discussão da relação da concentração de propriedade com o endividamento**

No que tange a relação da concentração de propriedade com o endividamento, pôde-se observar um comportamento consolidado e predominante da existência de relação em formato de U invertido do maior nível de concentração de propriedade com o EndTOTAL e EndLP. O gráfico 13 ilustra essa relação.

Gráfico 13 – Relação não monotônica em U invertido da concentração de propriedade com o EndTOTAL e EndLP.



Fonte: elaborado pela autora (2022).

Dessa forma, com base no gráfico 13, tem-se que a concentração de propriedade exerce um efeito misto sobre o endividamento, no qual até um determinado ponto (ponto de vértice), o qual se localiza pela área à esquerda do ponto de vértice, a maior concentração de propriedade implica no aumento do endividamento, e ultrapassado o ponto de vértice, há uma inversão dessa relação, na qual os aumentos na concentração de propriedade implicam na redução do endividamento. Essa relação se mostrou constante em todas as três etapas de estimações, e os resultados mostraram significância estatística por meio do *utest*.

No que tange na relação de influência do nível de concentração de propriedade com o EndTOTAL e EndLP, observa-se com base nos resultados das tabelas 12, 13 e 14 que a partir do segundo nível de concentração de propriedade, isto é, a soma das ações com direito a voto em posse do primeiro e segundo maiores acionistas há a presença dessa relação mista, iniciada com o aumento do endividamento e posterior inversão, ou seja, redução do endividamento. Pode-se perceber também que os valores do coeficiente de beta para a concentração de propriedade são mais expressivos no EndTOTAL do que no EndLP.

Esse achado sinaliza até um determinado nível de concentração de propriedade há a atuação do acionista controlador sob o efeito do entrincheiramento com consequente efeito de expropriação, o que justificaria o aumento do endividamento. Ultrapassado esse ponto, à medida que a concentração aumenta, pode-se ter uma mudança na atuação do acionista controlador, o qual passa a exercer o monitoramento, o qual pode resultar no efeito de

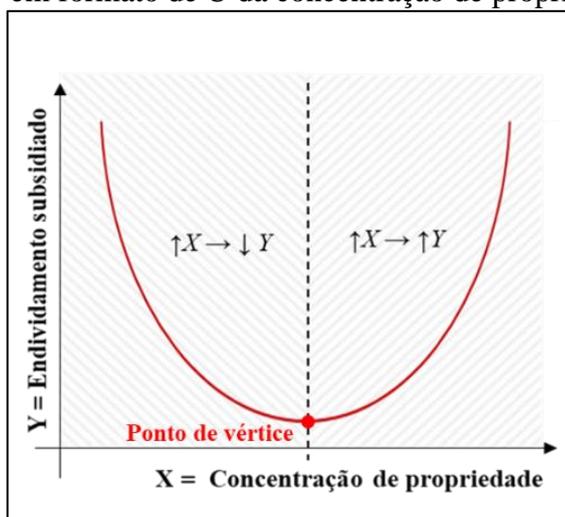
alinhamento, haja vista que o cenário de concentração de propriedade permanece acentuado (CAXIE, 2013). Essa mudança pode ser reflexo da entrada de gestores como acionistas, o que na literatura indica a melhora da performance da empresa e o que por consequência pode gerar maior volume de fluxo de caixa livre a ser direcionado aos investimentos, reduzindo assim a necessidade da dívida para com terceiros (VIANA JÚNIOR, *et al.*, 2020).

Por outra perspectiva, a entrada a cada nível a mais de concentração, dilua o poder do acionista controlador, devido a disputa pelo controle entre os acionistas majoritários e minoritários, caracterizando o conflito principal-principal predominante no contexto brasileiro (CRISÓSTOMO; BRANDÃO, 2015). O ativismo dos acionistas minoritários pode ocasionar a redução dos efeitos do entrincheiramento e da expropriação, pois à medida que a concentração de propriedade fica dividida em um maior número de acionistas controladores, incentiva-se o monitoramento, e a ocorrência do efeito alinhamento, ou invés do efeito de substituição.

Pelo aspecto da manutenção do poder de controle, pode-se entender que a relação de aumento da concentração de propriedade com concomitante aumento do nível de endividamento seja resultante do comportamento entrincheirado do acionista controlador, a fim de manter sua posição de poder e controle, evitando captar recursos mediante a emissão de ações, o que faria com que seu poder fosse diluído à medida que novos acionistas são inseridos na estrutura de propriedade da empresa (CRISÓSTOMO; PINHEIRO; NAKAMURA, 2020). Esse comportamento de redução do efeito de entrincheiramento pode ser observado à medida que um novo acionista controlador é inserido, gerando uma diluição de poder dentro do núcleo de controle, o que é observado pela acentuação dos valores dos coeficientes de beta para as variáveis de concentração de propriedade, sendo esses valores maiores para um maior número de acionistas controladores do que para o controle exercido por até dois acionistas.

Observando os resultados constantes na tabela 14 e 15 para as variáveis representativas do nível de concentração de propriedade e sua relação com o endividamento de curto prazo e o endividamento subsidiado, percebe-se uma interação distinta da observada para com o endividamento total e de longo prazo. A fim de explicitar melhor essa diferença, elaborou-se a representação gráfico 14.

Gráfico 14 – Relação em formato de U da concentração de propriedade com o EndSUB.



Fonte: elaborado pela autora (2022).

Diferente do observado para com o endividamento total e de longo prazo oriundo de instituições privadas, o gráfico 14 expõem que o endividamento subsidiado apresenta de forma consolidada e predominante uma relação em formato de U, indicando que a existência de um ponto de inversão do sinal dessa relação, o ponto de vértice.

Faz-se relevante nesta parte da pesquisa, que não há na literatura amparo de estudos que fizeram investigação similar a realizada nesta pesquisa, o que gera dificuldades em criar associações para explicar os resultados encontrados. Dessa forma, as análises da relação da concentração de propriedade com a dívida subsidiada utilizou-se de analogia em pesquisas que apresentaram resultados que podem ser, de forma análoga, explicar ou levantar o início de uma discussão acerca dos temas.

Com base nos resultados e no gráfico 15, antes do ponto de vértice, ou seja, a área à esquerda do ponto de vértice, os efeitos danosos da maior concentração de propriedade combinados com a existência do conflito principal-gestão e principal-principal e que sugerem, mediante a literatura predominante, a ocorrência da elevação do nível de endividamento das empresas, podem estar sendo mitigados via mecanismos como: i) a existência de sistema de Governança Corporativa em prol da dispersão da propriedade e salvaguarda dos direitos e riqueza dos acionistas minoritários, assim como do monitoramento e redução dos riscos associados à empresa; ii) do efeito disciplinador da redução de fluxo de caixa livre à disposição da gestão, o qual é empregado para a realização de projetos, evitando assim a contratação da dívida para com terceiros; iii) o efeito de alinhamento do acionista controlador, melhorando a performance da empresa. Dessa forma, ao invés de se observar uma elevação do nível de endividamento, observa-se uma redução.

Entretanto, após o ponto de vértice, o crescente aumento do nível de concentração de propriedade podem estar se sobrepondo a eficiência de tais mecanismos, não os fazendo capazes de evitar o comportamento oportunista do acionista controlador entrincheirado, o qual pode passar a substituir as atribuições do Conselho de Administração, e que com base no fortalecimento de sua posição entrincheirada, elevando o nível de endividamento da empresa. Além disso, a pressão por melhores resultados e atrelados a projetos com maior risco envolvido, enseja ainda o desalinhamento entre empresa e credores, o que pode resultar na redução dos prazos que os credores se dispõem a ceder as empresas, assim como a elevação dos juros contratuais, o que torna a dívida subsidiada uma opção, haja vista as vantagens das reduzidas taxas de juros em comparação as taxas praticadas pelas instituições financeiras privadas.

No que tange a cessão de crédito subsidiado, face suas características distintas em prol do desenvolvimento social e regional, e de fomentar atividades que carecem de suporte creditício no sistema financeiro privado, e cuja atividade econômica envolvam maiores custos operacionais e riscos, alinhado com a potencial aversão das instituições financeiras privadas a financiar projetos ariscados (MUSACCHIO; LAZZARINI; AGUILERA, 2015), onerando assim concessão de crédito sob essas condições, o crédito subsidiado torna-se uma alternativa para contornar o custo de transação mediante os elevados juros cobrados pelos credores, o que pode justificar o aumento do endividamento subsidiado em altos níveis de concentração de propriedade.

Acerca da influência dos maiores níveis de concentração de propriedade sobre o endividamento subsidiado, sugere-se que o maior nível de adoção de práticas de Governança Corporativa inviabiliza, ou dificulta o uso político de alocação dos recursos do BNDES, como foi evidenciado por Carvalho (2014), pois a adoção dessas práticas parte da premissa de princípios éticos e de conduta, assim como mitigar o risco moral, o qual ocorre quando se desvirtua a adequada alocação de recursos subsidiados, mediante a maximização de interesses privados via conexões entre acionista controlador e agentes públicos.

Entretanto, os resultados constantes na tabela 15 e representados no gráfico 14 diferem das premissas teóricas de que a adoção de práticas de GC podem fornecer uma vantagem competitiva para a empresa em termos diversificação das opções de financiamento e consequente redução do custo de capital (DETHAMRONG, CHANCHARAT; VITHESSONTHI, 2017). Por sua vez, Liu, Tiang e Wang (2011), destacaram que a existência de conexões políticas em empresas com alta concentração de propriedade pode ser útil para que essas obtenham crédito junto às instituições financeiras, seja por empresas privadas ou empresas com participação minoritária do estado (SILVA *et al.*, 2018; COSTA *et al.*, 2021).

Segundo Silva, Kayo e Martelanc (2020), a atuação dos bancos de desenvolvimento pode ser desvirtuada para fins políticos, principalmente voltados como ferramenta de captação de eleitores em áreas mais carentes da intervenção estatal, seja direta ou indireta (por meio de empresas). Esse comportamento é denominado por Torres e Zeidan (2016) de “capitalismo apadrinhado” o qual caracteriza-se pela alocação de recursos subsidiados para as empresas que se proponham a atuar nas regiões de interesse dos agentes públicos. Esse interesse visa gerar, por exemplo, oferta de trabalho que atenda a mão-de-obra local, até então ociosa. A oferta de trabalho na região, principalmente em períodos pré-eleitorais, leva a população a uma sensação de eficiência e maior atuação dos governantes em prol do desenvolvimento local, influenciando-os na escolha do seu voto (CARVALHO, 2014; SILVA; KROSZNER; STRAHAN, 1999; SILVA; KAYO; MARTELANC, 2020; RAJAN; ZINGALES, 2003, 2004).

A alta concentração de propriedade figura como fator relevante para a existência dos efeitos de substituição, alinhamento, entrincheiramento e expropriação, fazendo com que os acionistas detentores do controle busquem benefícios privados do controle, podendo para isso estabelecerem conexões políticas as quais podem lhes conceder vantagens pessoais, ou para a empresa, seja no acesso a participação de licitações públicas, ou em trâmites junto a processos que envolvam órgãos públicos. Nesse caso, sugere-se que a atuação ativa do acionista controlador.

Além disso, os acionistas controladores podem estar em uma posição mais passiva, ou seja, sofrendo pressão política dos agentes públicos para a realizar projetos de investimentos em áreas estratégicas para os agentes públicos. Em ambas as situações, seja em uma postura ativa ou passiva, há o potencial risco de desvirtuação do desenvolvimento econômico social em prol do desenvolvimento econômico privado, evidenciando o conflito entre interesses políticos e sociais.

Reforçando esse prisma, Carvalho (2014) observou a existência de alocação de crédito subsidiado para empresas localizadas em regiões demandantes de emprego, mas que não necessariamente seriam as melhores escolhas para alocação de recursos subsidiados, quando se analisa sob a lente do desenvolvimento econômico, o que sugere que outros fatores, como o potencial eleitoral da região possam ser utilizados como moeda de troca entre interesses privados (empresas) e de agentes públicos.

### 5.3 Discussão das relações das variáveis de controle com o endividamento

Ao se observar a relação do ROA com o endividamento percebe-se uma robustez de resultados de uma relação negativa para com o EndTOTAL, EndLP e EndCP, constantes nas tabelas 12, 13 e 14. Essa robustez de resultados corrobora a predileção do caso brasileiro para o uso de fluxo de caixa disponível para a realização de investimentos, e alinha-se com os achados empíricos de que no Brasil à uma aderência as premissas da Teoria *Pecking Order* (SAMPAIO *et al.*, 2021). Por sua vez, o uso de fluxo de caixa disponível pode impactar diretamente na estrutura de capital das empresas brasileiras, além de atender a um dos objetivos da Governança Corporativa: controlar e mitigar riscos (falência e inadimplência). Sendo o contexto brasileiro de uma econômica cíclica, com baixo *enforcement* dos credores, a manutenção de um menor nível desses riscos pode emanar sinais positivos ao mercado, incentivando os investidores a negociarem a compra das ações das empresas, seja pelo atrativo de menor exposição ao risco de falência e inadimplência, como pela possibilidade da melhor performance dessas empresas se converter em distribuição de dividendos, ou na aplicação em projetos sem que haja uma contrapartida na majoração dos desses riscos, o qual ocorreria se houvesse a elevação do endividamento.

Além disso, a manutenção da relação negativa do ROA com o endividamento subsidiado se alinha com a perspectiva de cunho desenvolvimentista do BNDES e de ser um instrumento governamental para a contenção de crises econômicas, por meio do suporte financeiro à empresas cuja performance não suporte a realização de suas oportunidades de crescimento e investimento, ou ainda, ocupando uma lacuna creditícia não alcançada pelas instituições privadas, e para a redução dos danos da restrição de crédito e liquidez quando em um cenário de crise econômica (PÓVOA; NAKAMURA, 2015).

No que tange aos resultados expressos na tabela 14 referente a variável de controle representativa do tamanho da empresa (Tam), observou-se uma relação diversa da esperada, conforme a teoria *Pecking Order* para com o EndCP, ou seja, relação negativa. Esse resultado se alinha ao resultado de Pinheiro *et al.* (2017), e pode ser um indicativo de que quanto maior a empresa, menor o nível de endividamento de curto prazo. Esse achado pode ser reflexo das atividades de performance consolidadas ou mais estáveis das empresas de maior porte, as quais priorizam o uso de fluxo de caixas livres ou a emissão de ações no lugar de captação de dívida perante instituições financeiras. Além disso, empresas de maior porte podem deter melhor capacidade de absorver e transpor adversidades, o que justificaria que, havendo situações excepcionais, aos quais em regra emprega-se o endividamento de curto prazo, os danos

financeiros podem ser absorvidos sem a necessidade de aumento do endividamento de curto prazo.

Por sua vez, Nascimento *et al.* (2018) aponta que tanto as empresas brasileiras de maior porte como as de menor porte, as quais são constituídas em uma estrutura de propriedade piramidal, com alta concentração de propriedade e com acionista de identidade do tipo “família”, o sistema de Governança Corporativa fica enfraquecido de forma que o monitoramento seja exercido pelos credores, o que justificaria a redução do endividamento, a fim de evitar o exercício desse monitoramento. Sendo o Brasil um contexto de baixo *enforcement* dos credores e minoritários, tem-se um ambiente propício a maior aversão ao endividamento face à elevação dos riscos de inadimplência, e um cenário disputadas judiciais morosas e custosas para resolução de contratos não honrados.

Já a relação do Tam para com o EndTOTAL, EndLP e CAPSUB, constantes nas tabelas 12, 13 e 16, apresentou-se condizendo com a literatura, indicando que empresas com maior porte redução dos riscos correlatos como risco de falência de inadimplência, com vistas a manter o mercado de investidores interessado em suas ações e na manutenção do valor das ações (CHANG; CHOU; HUANG, 2014; EROL, 2004; FRANK; GOYAL, 2003; LEMMON; ROBERTS; ZENDER, 2008; PINHEIRO *et. al* 2017; SILVEIRA; PERROBELLI; BARROS, 2008; SONZA; KLOECKNER, 2014; TRISTÃO; SONZA, 2019).

A variável de controle referente ao nível de tangibilidade dos ativos das empresas brasileiras (Tang) apresentou relação condizente com o esperado mediante a teoria exposta, para todos as 4 etapas nas tabelas 12, 13, 14 e 16, a exceção com relação ao EndSUB, constante na tabela 15. Esses resultados encontram-se alinhado com os achados de Crisóstomo e Pinheiro (2015), Pinheiro *et. al.* (2017) e Tristão e Sonza (2019), ou seja, quanto maior o nível de tangibilidade dos ativos, maior o endividamento. Confrontando-se essa relação com a relação encontrada por Crisóstomo, Pinheiro e Nakamura (2020) no qual a tangibilidade dos ativos encontra-se negativamente relacionada com a emissão de ações, haja vista que na emissão de ações as garantias esperadas são decorrentes da valorização das ações, e do ganho de dividendos, e de fluxo de caixa futuro mediante realização de projetos de investimentos. Analisando em paralelo esses dois resultados reforça-se a ideia de atuação do sistema de Governança Corporativa para monitoramento e mitigação dos riscos, visto que ativos tangíveis servem ao maior endividamento e conseqüente aumento do risco de falência da empresa, o que desestimula a emissão de ações, pois no mercado brasileiro há um comportamento de aversão

ao risco e manutenção de alta concentração de propriedade (CRISÓSTOMO; PINHEIRO; NAKAMURA, 2020).

Ademais, a relação positiva da tangibilidade com o endividamento é observada tanto para o endividamento de longo prazo como para o endividamento de curto prazo, sendo interessante destacar que o valor do coeficiente de beta apresenta relevante redução quando para com o endividamento de curto prazo quando em comparação com o valor do coeficiente de beta na relação com o endividamento de longo prazo, o que pode ser um indicativo do uso do endividamento de longo prazo para investimentos que se reverterem em ativos de menor liquidez na empresa, pois irão compor ativos dos quais se espera geração de receita futura em longo prazo, como maquinários, desenvolvimento de produtos, expansão de planta fabril, ou expansão de unidades do negócio.

A relação positiva entre nível de tangibilidade e nível de endividamento está alinhada com as premissas da Teoria *Trade Off* acerca do uso de ativos imobilizados como garantia para a obtenção de dívida perante terceiros. Esse achado sugere que apesar de no Brasil haver uma aderência a Teoria *Pecking Order* coexiste também aderência a Teoria *Trade Off*, sinalizando que as teorias *Pecking Order* e *Trade Off* não atuam em concorrência, mas sim em caráter complementar (CHANG; CHOU; HUANG, 2014; CORREA; BASSO; NAKAMURA, 2013; LEMMON; ROBERTS; ZENDER, 2008; MENDONÇA; MARTINS; TERRA, 2019; MIN, 2016; ÖZTEKIN, 2015; PINHEIRO *et. al*, 2017; TRISTÃO; SONZA, 2019).

Finalizada as discussões e objetivando evidenciar um resumo das relações encontradas e o alinhamento, ou não, com as hipóteses de pesquisas elaboradas, os resultados das 250 estimações foram organizados de forma condensada nos quadros 9 e 10.

Quadro 9 – Resumo das relações esperadas versus relações encontradas das variáveis independentes explicativas.

Sigla	Sinal esperado	Sinal encontrado		Sigla	Sinal esperado	Sinal encontrado	
		H1	H2			H3	H4
IGC	+ para Y: 1, 2, 3, 4 e 5	- para Y: 1 e 2		ConProp1	Formato de $\cap$ para Y: 1, 2, 3, 4 e 5	$\cap$ para Y: 1, 2	$\cup$ para Y: 4
DNDif		- para Y: 1 e 2		ConProp1 <sup>2</sup>		$\cap$ para Y: 1, 2	$\cup$ para Y: 4
DNM		- para Y: 1 e 2	- para Y: 4	ConProp2		$\cap$ para Y: 1 e 2	$\cup$ para Y: 4
SUB1		- para Y: 1	- para Y: 5	ConProp2 <sup>2</sup>			
SUB2		- para Y: 1 e 2		ConProp3			
SUB3		- para Y: 1 e 2		ConProp3 <sup>2</sup>			
SUB4			- para Y: 5	ConProp4			
SUB5		- para Y: 3	+ para Y: 4	ConProp4 <sup>2</sup>			

SUB6		+ para Y: 3		ConProp5			
SUB7		- para Y: 1 e 2		ConProp5 <sup>2</sup>			

Fonte: Elaborado pela autora (2022).

Nota: Y: variável dependente; 1= EndTOTAL; 2 = EndLP; 3 = EndCP; 4 = EndSUB; 5 = CAPSUB. Todos os sinais expostos são referentes à valores de beta significantes a no máximo 10%. SUB1: Direitos das ações e Circulação de ações; SUB2: Assembleia Geral Ordinária; SUB3: Estrutura do Conselho de Administração; SUB4: Composição do conselho de administração; SUB5: Diretoria executiva; SUB6: Fiscalização e controle; SUB7: Transparência.

Quadro 10 – Resumo das relações esperadas versus relações encontradas das variáveis independentes de controle.

Sigla	Sinal esperado	Sinal encontrado	
ROA	-	- para Y: 1, 2, 3 e 4	
Tang	+	+ para Y: 1, 2, 3 e 5	
Tam	+	+ para Y: 1, 2 e 5	- para Y: 3

Fonte: Elaborado pela autora (2022).

Nota: Y: variável dependente; 1= EndTOTAL; 2 = EndLP; 3 = EndCP; 4 = EndSUB; 5 = CAPSUB. Todos os sinais expostos são referentes à valores de beta significantes a no máximo 10.

Com base nas informações contidas nos quadros 9 e 10, refuta-se parcialmente as hipóteses de pesquisa 1 e 2, com resultados consistentes e robustos da existência de uma relação inversa à preconizada na hipótese de pesquisa, ou seja, uma relação negativa da maior adoção de práticas de Governança Corporativa com nível de endividamento, assim como com o nível de endividamento subsidiado, tendo sido observado uma relação condizente com as hipóteses de pesquisa 1 e 2 somente as estimações com os subíndices 6 (Fiscalização e Controle) e 5 (Diretoria executiva).

Em relação as hipóteses de pesquisa 3 e 4, sobre a relação positiva entre maior concentração de propriedade e maior endividamento (via instituições privadas e via BNDES) ambas não são refutadas, haja visto que mediante a relação quadrática evidenciada, quando eleva-se o nível da concentração de propriedade, observa-se a elevação do nível de endividamento e do endividamento subsidiado via BNDES, no qual destaca-se uma distinção gráfica relevante entre esses dois tipos de endividamento a qual foi exposta no gráfico 14.

## 6 CONCLUSÕES

Esse trabalho teve como objetivo geral investigar a influência da adoção de práticas de Governança Corporativa e do nível de concentração de propriedade sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras, com vistas a responder à questão de pesquisa: qual a influência da adoção de práticas de Governança Corporativa e do nível de concentração de propriedade sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras?

Mediante os dados coletados, análises, sejam tanto descritivas como inferenciais, pode-se concluir que houve alcance de todos os objetivos específicos determinados, os quais deram suporte para alcançar o objetivo geral proposto e responder à questão de pesquisa, a qual foi possível identificar a existência de diversas relações de influência, tanto da Governança Corporativa como do nível de concentração de propriedade sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras.

No que tange as quatro hipóteses de pesquisas elaboradas, os resultados acompanhados da devida discussão, permitiram refutar parcialmente as hipóteses 1 e 2, para as quais identificou-se que somente a nível dos subíndices do IGC, há alguma relação positiva da adoção de práticas de Governança Corporativa com o endividamento, seja este o endividamento com um todo, como aquele captado perante o BNDES, expoente credor da dívida subsidiada brasileira.

Já as hipóteses de pesquisa 3 e 4, acerca do nível de concentração de propriedade influenciando o endividamento como a dívida captada perante o BNDES, conclui-se por não refutar a hipótese 3 e refutar a hipótese 4, pois foi identificado a existência de relação quadrática da elevação no nível desses dois tipos de endividamento mediante a elevação da concentração de propriedade, mas em formatos de curvas distintas. Há de se destacar o relevante achado de que para o endividamento oneroso, à esquerda do ponto de vértice, à medida que há a elevação no nível de concentração de propriedade das empresas brasileiras ocorre elevação no nível do endividamento (relação em U invertido). Já a concentração de propriedade para com o endividamento subsidiado perante o BNDES apresenta relação diversa, na qual à medida que há a elevação no nível de concentração de propriedade das empresas brasileiras ocorre elevação no nível do endividamento subsidiado somente à direita do ponto de vértice (relação em formato de U).

## 6.1 Contribuições

Como contribuições evidenciou-se que a maior adoção de práticas de Governança Corporativa não influencia a elevação do endividamento, seja este obtido via instituições privadas ou públicas. Para esse achado sugere-se que o uso disciplinador da Governança Corporativa sobre a gestão não está ocorrendo via elevação do endividamento o qual restringiria o acesso do gestor ao fluxo de caixa livre, pois parte desse fluxo fica destinado a quitação de parcelas da dívida contratada. Sendo este um indicativo de que o fluxo de caixa livre está sendo direcionado para realização de projetos de investimentos e não para o pagamento de parcelas de dívidas contratadas.

Os achados indicam que no Brasil há o uso do efeito disciplinador sobre a gestão mediante o consumo de fluxo de caixa livre para a realização de investimentos, o que se apresentou como justificativa para a relação negativa entre maior adoção de práticas de Governança Corporativa e o endividamento. Ou seja, a atuação do sistema de Governança Corporativa alinhado com as premissas da Teoria *Pecking Order* em prol da redução do nível de endividamento, e da mitigação do conflito acionista-gestor.

Além disso, mediante os objetivos para a adoção de práticas de Governança Corporativa, sugere-se que no Brasil há uma maior inclinação ao direcionamento das práticas de Governança Corporativa para resguardar os direitos e riquezas dos acionistas minoritários e relações com *stakeholders* via redução da assimetria de informações, assim como para o monitoramento e controle dos riscos, do que para prover as melhores condições para a contratação de dívida com terceiros.

Além disso, este trabalho reforça os achados pregressos na literatura de que no contexto brasileiro há uma aderência às premissas da Teoria *Pecking Order*, nas quais o uso de capital próprio é priorizado quando em comparação ao capital de terceiros. Também se evidenciou que, no Brasil, há uma aderência mista das empresas à Teoria *Pecking Order*, e a Teoria *Trade-Off*, sendo este um achado favorável a completude dessas teorias, e desfavorável a prerrogativa de que estas teorias são opostas, tendo em vista que, enquanto uma teoria versa sobre uma ordem de preferência de captação de recursos, a outra fornece o devido amparo sobre os meios que podem favorecer a captação desses recursos, tendo o tamanho e a tangibilidade se apresentados como fatores que favorecem a obtenção de capital de terceiros, caso a empresa não detenha de fluxo de caixa livre suficiente para aplicar em seus projetos.

No que tange na proximidade entre a teoria de estrutura de propriedade, teoria da agência e Governança Corporativa, pode-se inferir que, devido ao ambiente de alta

concentração de propriedade das empresas brasileiras, um dos focos da adoção de práticas de Governança Corporativa no contexto brasileiro seja a redução do conflito do tipo principal-principal, os quais por sua vez, quando não mitigados, majoram os riscos associados às empresas, sendo que esses riscos são decorrentes, em parte, dos efeitos danosos que a maior concentração de propriedade sinaliza ao mercado, como: o efeito da substituição, o efeito do entrenchamento e o efeito da expropriação.

No que tange a conexão entre as temáticas estrutura de capital, Governança Corporativa e estrutura de propriedade – com foco no nível de concentração da propriedade - evidencia-se grande associação e relação entre as temáticas sendo inevitável realizar análises sem que se proceda a menção a alguma das teorias relacionadas as essas três temáticas, o que se apresenta como um tripé teórico-conceitual de interdependência.

Os resultados também reforçam as premissas teóricas de que empresas maiores e com ativos mais tangíveis tem maiores chances de obter capital de terceiros, sendo no caso deste trabalho, um relevante achado para a literatura acerca dos determinantes para obtenção de crédito subsidiado, o qual ainda é incipiente. Esse achado se alinha com as premissas da Teoria *Trade-off* sobre o uso de ativos como garantia para obtenção de financiamentos, e pode ser justificado sob a premissa do objetivo desenvolvimentista da concessão de crédito subsidiado, o qual visa fomentar atividades com alto custo de implementação e que envolvem grandes estruturas operacionais e maior risco específico associado, além de suprir uma lacuna creditícia não alcançada pelas instituições financeiras privadas.

No que tange as vantagens de contratação de dívida subsidiada, visando assim obter uma redução do custo de capital frente as menores taxas de juros praticadas nesse tipo de dívida, os resultados desta pesquisa contradizem a premissa teórica de que a adoção de práticas de Governança Corporativa favorece o endividamento subsidiado, pois o que se evidenciou foi o contrário, que a maior adoção de práticas de Governança Corporativa reduz o uso da dívida subsidiada.

A análise desse resultado mediante o contexto brasileiro sugere que as práticas de Governança Corporativa sirvam de “escudo” para as empresas em ambientes envoltos de alta concentração de propriedade e com uso de conexões políticas, o que é fator característico no Brasil, segundo Carvalho (2014) e Silva, Kayo, Martelanc (2020). Esse “escudo” funciona em prol dos direitos dos acionistas minoritários, redução do conflito do tipo principal-principal, e redução do risco de associação da imagem das empresas com a maior proximidade de atores políticos, o que sinalizaria ao mercado maiores chances de expropriação e envolvimento em escândalos empresariais como os observados nas Operações Zelotes e Lava Jato, as quais

tiveram como alvo de investigações grandes empresas e com relevante participação no mercado mobiliário brasileiro como a Petrobrás, a TIM, a Embraer, a JBS, a Eletrobrás. É relevante destacar que a maior atenção do mercado a esse tipo de conexão empresa-política, pode ser devido a parte as empresas que estiveram envolvidas em tais situações serem de segmentos diferenciados de Governança Corporativa da B3, elevando assim a sensibilidade do mercado a condutas que possam cercear ou comprometer os direitos dos acionistas minoritários, e o nexo de conexões contratuais e relacionais estabelecidos pelas empresas, o que pode comprometer o andamento e sucesso de suas operações e retornos futuros esperados pelos investidores mediante o financiamento de projetos.

Acerca das conclusões sobre o nível de concentração de propriedade com o endividamento e perante a dívida captada junto ao BNDES, esse trabalho apresenta relevante contribuição para a literatura no qual pôde-se evidenciar, com o devido respaldo estatístico, que a relação do nível de concentração de propriedade apresenta-se de maneira distinta do endividamento geral (sem distinção do que é dívida subsidiada ou não). Nesse sentido, temos uma importante interação entre a teoria da agência e efeitos relatados na teoria da estrutura de propriedade quando há a presença de alta concentração de propriedade, e de que práticas de Governança Corporativa podem se mostrar como ferramentas úteis na mitigação dos potenciais efeitos danosos do ambiente com alta concentração de propriedade.

Isto posto, confirmou-se o contexto de alta concentração de propriedade nas empresas brasileiras. Também pode-se concluir que a existência dos conflitos de agência repercute no comportamento do acionista controlador com vistas a não perder sua posição de poder, mas, de forma mais relevante, confirmou-se que essa relação é mista, ou seja, altera-se à medida que o nível de concentração de propriedade se acentua. Esse fato pode sugerir a busca por um ponto ótimo de concentração de propriedade, de forma similar ao ponto ótimo de endividamento proposto pela Teoria *Trade Off* que possa ser empregado como um mecanismo de Governança Corporativa. Dessa forma, as empresas teriam um marco orientador a perseguir, o ponto ótimo de concentração de propriedade, o qual melhor equaliza os efeitos dos conflitos de agência existentes.

Além disso, a alta concentração de propriedade apresenta-se como fator motivador para um comportamento mais ativo dos acionistas minoritários que exigem a salvaguarda de seus direitos, por meio da maior implantação e observância às práticas de Governança Corporativa, a fim de atenuar o comportamento oportunista do acionista controlador, evitando o efeito da expropriação, pois a própria estrutura de propriedade pode ser compreendida como um mecanismo da Governança Corporativa, de forma que o exercício do monitoramento

direcione a captação de recursos externos via emissões de ações, o qual pode ser uma estratégia para dispersar a estrutura de propriedade concentrada e remediar o poderio do acionista controlador. Ou seja, a redução do endividamento pode ser o reflexo da implementação de práticas de Governança Corporativa com vistas a dispersar a propriedade, e reduzir o conflito principal-principal existente, gerando alinhamento, aumento da performance, geração de fluxo de caixa livre e redução do endividamento.

Outra relevante contribuição desta pesquisa é referente a influência da concentração de propriedade para com a dívida subsidiada, a qual se apresentou de forma contrária a totalidade da dívida das empresas. Esse inédito resultado evidencia que quando se isola a tipologia da dívida e por consequente, nesse caso, distingue-se a identidade do credor, pôde-se ter uma repercussão diferente nas relações e ações do acionista controlador, as quais são um forte indicativo, levando em consideração o contexto brasileiro e trabalhos que relatam a existência de conexões políticas no uso da dívida subsidiada, de que o acionista entrincheirado pode fazer uso do seu poder para buscar benefícios privados do controle mediante relações com agentes públicos. Esse comportamento do acionista controlador sugere que apesar de as práticas de Governança Corporativa se mostrarem eficazes para a mitigação dos efeitos na estrutura de capital mediante o contexto de alta concentração, elas ainda não se apresentam capazes de salvaguardar a alocação dos recursos das influências de conexões políticas existente.

Além disso, pode-se concluir que as conexões políticas podem ser resultantes de um fluxo bidirecional, no qual tanto tem-se a atuação do acionista controlador em busca de interesses privados, como a sua atuação passiva, o qual cede às pressões políticas de agente públicos com vistas a evitar sanções e manter relações contratuais importantes, como o acesso a participação em licitações, ou seja, negociar com o estado.

As práticas de Governança Corporativa em prol da maior independência do CA, e relativas aos direitos dos acionistas, mostraram-se como opções para remediar o comportamento do acionista controlador no aumento do endividamento subsidiado. Já as práticas de Governança Corporativa referentes a Diretoria Executiva ficam prejudicadas perante o acionista controlador entrincheirado, favorecendo assim a contração de dívida subsidiado.

Como contribuições práticas essa pesquisa evidenciou que a diversidade de práticas à disposição de adoção das empresas pode ser empregada para a mitigação de diferentes tipos de conflitos de agência, seja o conflito entre agente-principal, principal-principal. Nesse sentido, a existência e disponibilização de um acompanhamento de que práticas que se mostram potencialmente eficazes para a redução desses conflitos, pode ser um instrumento estratégico

aplicado para redução dos custos do monitoramento, evitando a adoção de práticas de Governança Corporativa ineficazes ou inadequadas mediante o conflito predominante na empresa.

Esse acompanhamento poderia ser realizado pela própria empresa ou por um organismo representativo, ou relevante dentro do mercado brasileiro, pois teria força institucional para coletar e estruturar dados úteis aos usuários interessados. Como fonte, poder-se-ia fazer uso dos dados oriundos dos relatórios do sistema “pratique ou explique” adotado pelo IBGC desde 2016, o qual expõem os motivos de não adoção de determinadas práticas de Governança Corporativa em detrimento de outras, contribuindo assim para desenhar sistemas de Governança Corporativa mais eficientes e adequados, seja ao contexto geral brasileiro, ou a setores específicos.

Também se tem como contribuições práticas, os resultados que indicam que a implantação de práticas de Governança Corporativa cumpre o seu papel para o alinhamento ético de conduta, e proteção da empresa a ambientes, ou relações que possam ser potencialmente danosas a sua imagem, ou coloquem o comportamento do agente sob situações de estresse sujeitas a maior incidência de risco moral. No caso do endividamento, os resultados contribuem para orientar o foco do monitoramento mediante o principal tipo de conflito de agência identificado na empresa. Caso a empresa detenha dívida subsidiada na composição da sua estrutura de capital, práticas como a maior independência ao CA, e formas alternativas de avaliação da diretoria executiva, que não se subordinem ou fiquem a margem da avaliação do acionista controlador entrincheirado podem ser eficazes para evitar o viés e conexões políticas entre acionistas e agente públicos, o que, por sua vez, geraria uma alocação de recursos subsidiados de forma mais alinhada com a natureza desse crédito, ou seja, um forte papel desenvolvimentista e social.

Como estratégia para alcançar outras fontes de financiamento, as práticas de Governança Corporativas referentes a ampliação da Transparência das informações financeiras da empresa servem para melhorar a precisão da avaliação do risco pelo credor, gerando possibilidades de barganha, haja vista, que segundo Schapiro (2017), a institucionalização da prestação de contas no âmbito dos bancos de desenvolvimento não é uma prática efetiva no Brasil.

## 6.2 Limitações

As limitações deste trabalho encontram-se no tamanho da amostra, e na operacionalização dos dados que compõem o IGC, tornando a estruturação dos dados referentes as práticas de governança corporativa de difícil operacionalização. Outro fator limitante é o quantitativo de práticas de governança corporativa que compõem o IGC, as quais representam em torno de apenas 10% do rol de práticas sugeridas pelo IBGC.

Além disso, a pesquisa sobre o endividamento subsidiado torna-se de difícil operacionalização no Brasil, devido a coleta de dados em si, pois não há uma forma mais acessível de obtenção dos valores da dívida subsidiada que as empresas detêm em sua estrutura de capital, sendo essa informação outrora relatada voluntariamente pelas empresas em suas notas explicativas. Outro fator, é que o sítio do BNDES apenas fornece valores referente ao total do crédito cedido, o que dificulta uma melhor análise ano a ano da dívida subsidiada das empresas no Brasil, pois tem-se o valor da captação total, mas não da alocação acumulada desse valor na estrutura de capital das empresas, diferente do que ocorre com os valores da dívida total, de longo prazo e de curto prazo.

Devido a pouca produção acadêmica sobre a dívida subsidiada com a governança corporativa assim como com a concentração de propriedade, as análises foram realizadas por analogias com estudos que guarda alguma relação com as temáticas, o que evidenciou uma lacuna de pesquisa a ser explorada.

## 6.3 Sugestões

Sugere-se que pesquisas futuras possam aumentar o leque de variáveis explicativas, capazes de evidenciar se existe alguma relação do nível de endividamento com fatores macroeconômicos como a taxa básica de juros básica (SELIC), períodos de oscilação político-econômica, oscilação da taxa de câmbio do dólar, identificação das regiões e períodos pré-eleitorais, sendo essas duas últimas sugestões mais direcionadas para o caso da dívida subsidiada.

Além disto, sugere-se a expansão da amostra empregada, assim como das práticas que compõem o IGC, e do acréscimo de práticas relativas à sustentabilidade. Por fim, pode-se empregar variáveis do tipo institucionais, agregando novas conexões teóricas com o tripé teórico-conceitual estrutura de capital, Governança Corporativa e estrutura de propriedade a

fim de investigar se aspectos culturais do ambiente podem exercer influência direta ou indireta sobre o endividamento ou sobre fatores que influenciam o endividamento.

## REFERÊNCIAS

- ABDELJAWAD, I.; MAT-NOR, F.; IBRAHIM, I.; ABDUL-RAHIM, R. Dynamic Capital Structure Trade-off Theory: Evidence from Malaysia. **International Review of Business Research Papers**, v. 9, n. 6, p. 102 – 110, 2013.
- ABOBAKR, M.; ELGIZIRY, K. The Effect of Board Characteristics and Ownership Structure on the Corporate Financial Leverage. **Accounting and Finance Research**, [S. l.], v. 5, n. 1, 2016.
- ABOR, J. Corporate governance and financing decisions of Ghanaian listed firms. **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**, [S. l.], v. 7, n. 1, p. 83-92, 2007.
- ADAMS, R.; FERREIRA, D. One Share-One Vote: The Empirical Evidence. **Review of Finance**, Oxford, v. 12, p. 51–91, 2008.
- AGUILERA, R. V., *et al.* Connecting the Dots – bringing external corporate governance into the corporate governance puzzle. **The Academy of Management Annals**, [S. l.], v. 9, n. 1, p. 483-573, 2015.
- AKERLOF, G. A. The market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. **The Quarterly Journal of Finance**, [S. l.], v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970.
- ALDRIGHI, D. M.; MAZZER NETO, R. Evidências sobre as Estruturas de Propriedade de Capital e de Voto das Empresas de Capital Aberto no Brasil. **RBE**, Rio de Janeiro, v. 61, n. 2, p. 129–152, 2007.
- ALDRIGHI, D. M.; MAZZER NETO, R. M. Estrutura de Propriedade e de Controle das Empresas de Capital Aberto no Brasil. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 25, n. 2, p. 115-137, 2005.
- ALDRIGHI, D. M.; POSTALI, F. A. S.; DIAZ, M. D. M. Corporate Governance and Pyramidal Ownership: The Role of Novo Mercado. **Rev. Bras. Finanças**, Rio de Janeiro, v. 16, n. 1, p. 5–38, 2018,
- ALVES, F. I. A. B.; CRISÓSTOMO, V. L. Perfil da pesquisa em estrutura de capital no Brasil. **Revista Observatorio de la Economía Latinoamericana**, [S. l.], p.1-16, 2018. Disponível em: <https://www.eumed.net/rev/oel/2018/10/estrutura-capital-brasil.html>. Acesso em: 15 jan. 2020.
- ANBIMA. **Guia ASG**: Incorporação dos aspectos ASG nas análises de investimento. São Paulo: ANBIMA, 2020.
- ANDRADE, L. P.; BRESSAN, A. A.; IQUIAPAZA, R. A. Estrutura Piramidal de Controle, Emissão de Duas Classes de Ações e Desempenho Financeiro das Empresas Brasileiras. **Revista Brasileira de Finanças**, [S. l.], v. 12, n. 4, p. 555-595, 2014.
- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança Corporativa**: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências. 2ª. ed. São Paulo: Atlas, 2006.
- BACEN. **Resolução nº 4.327**, de 25 de abril de 2014. Acesso em: 05 de out. de 2021. Disponível em: [https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2014/pdf/res\\_4327\\_v1\\_O.pdf](https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2014/pdf/res_4327_v1_O.pdf)
- BACEN. **Resolução nº 4.661**, de 25 de maio de 2018. Acesso em: 05 de out. de 2021. Disponível em: [https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/50598/Res\\_4661\\_v3\\_L.pdf](https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/50598/Res_4661_v3_L.pdf)
- BACEN. Home. **Consulta de cotações e boletins**. 2022. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/historicocotacoes> Acesso em: 21 fev de 2022.
- BAKER, M.; WURGLER, J. Market Timing and Capital Structure. **The Journal of Finance**, [S. l.], v. 57, n. 1, p. 1–32, 2002
- BARBEDO, C. H.; SILVA, E. C.; LEAL, R. P. C. Probabilidade de informação privilegiada no mercado de ações, liquidez intra-diária e níveis de governança corporativa. **Revista Brasileira de Economia**, [S. l.], v. 63, n. 1, p. 51-62, 2009.

- BARBOZA, R. M.; FURTADO, M.; GABRIELLI, H. A atuação histórica do BNDES: o que os dados têm a nos dizer? **Textos para discussão BNDES**, Rio de Janeiro, v. 123, p. 1-32, 2018. Disponível em: [https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/14620/1/TD\\_123-AtuacaoHistorica\\_P\\_BD.pdf](https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/14620/1/TD_123-AtuacaoHistorica_P_BD.pdf). Acesso em: 20 de fevereiro de 2022.
- BECHT, M., BOLTON, P.; RÖELL, A. Corporate governance and control, **European Corporate Governance Institute**, Working Paper n. 9371, 2002. Disponível em: [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w9371/w9371.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w9371/w9371.pdf). Acesso em: 20 de julho de 2021.
- BECK, N. L.; KATZ J. N. What to do (and not to do) with time-series cross-section data. **American Political Science Review**, [S. l.], v. 89, p. 634–647, 1995.
- BERGER, P. G.; OFEK, E.; YERMACK, D. L. Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions. **The journal of finance**, Atlantic City, v. 52, n. 4, p. 1411-1438, 1997.
- BERLE, A.; MEANS, G. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: Macmillan, 1932.
- BERTUCCI, J. L. O.; BERNARDES, P.; BRANDÃO, M. M. Políticas e práticas de governança corporativa em empresas brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração - USP**, São Paulo, v. 41, n. 2, p. 183-196, 2006.
- BESSIS, J. **Risk management in banking**. Chichester: John Wiley & Sons, 1998.
- BNDES. Taxa de Longo Prazo – TLP. **Guia de financiamento**. 2021a. Acesso em: 05 de jun. de 2021. Disponível em: <https://bit.ly/3iFTK0v>
- BNDES. Análise socioambiental. **Metodologia de Avaliação de Empresas – avaliação do capital social e ambiental**. 2021b. Acesso em: 06 de out. de 2021. Disponível em: [encurtador.com.br/wF278](http://encurtador.com.br/wF278)
- BNDES. Atuação Socioambiental. **BNDES cria estrutura para emissão de bônus verdes, sociais e sustentáveis, com o apoio do BID**. 2021c. Acesso em: 06 de out. de 2021. Disponível em: [encurtador.com.br/aiyG2](http://encurtador.com.br/aiyG2)
- BOATENG, A. *et al.* The influence of internal corporate governance mechanisms on capital structure decisions of Chinese listed firms. **Review of Accounting and Finance**, [S. l.], v. 16, n.4, p. 444-461, 2017.
- BONOMO, M.; BRITO, R.; MARTINS, B. The after-crisis government-driven credit expansion in Brazil: a firm level analysis. **Journal of International Money and Finance**, [S. l.], v. 55, p. 111-134, 2015.
- BORTOLON, P. M.; LEAL, R. P. C. Dual-Class Unifications and Corporate Governance in Brazil. **Emerging Markets Review**, [S. l.], v. 20, p. 89– 108, 2014.
- BORTOLON, P. M.; SILVA, L. S.; BARROS, L. A. B. DE C. Ativismo e Solicitação de Instalação do Conselho Fiscal: influência do Monitoramento, Desempenho e Estrutura de Propriedade. **Journal of Accounting, Management and Governance**, [S. l.], v. 22, n. 2, p. 261-279, 2019.
- BOZEC, Y.; BOZEC, R. Ownership concentration and corporate governance practices: substitution or expropriation effects? **CJAS - Canadian Journal of Administrative Sciences**, [S. l.], v. 24, n. 3, p.185-195, 2007.
- BRAILSFORD, T. J.; OLIVER, B. R.; PUA, S. L. H. On the relation between ownership structure and capital structure. **Accounting & Finance**, [S. l.], v. 42, n. 1, p. 1–26, 2002.
- BRANDÃO, I. F.; CRISÓSTOMO, V. L. Concentração de propriedade e qualidade da governança da empresa brasileira. **Rev. Bras. Finanças**, Rio de Janeiro, v. 13, n. 3, p. 438–469, 2015.
- BRANDÃO I. F, *et al.* Composition of the board of directors and pay-performance sensitivity. **R. Cont. Fin. – USP**, São Paulo, v. 30, n. 79, p. 28-41, jan./abr. 2019.

- BRASIL. Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, alterada pela Lei nº 10.303 de 2001, e pela Lei nº 11.941, de 27 de maio de 2009. Dispõe sobre as sociedades por ações. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 17 dez.1976. Suplemento, p. 1. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm). Acesso em: 01 mai. 2020.
- BRASIL. Lei nº 10.303 de 2001. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 31 out. 2001. Suplemento, p. 1. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/leis\\_2001/l10303.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/l10303.htm). Acesso em: 01 fev. 2022.
- BRASIL. Lei nº 11.638 de 2007. Dispõe sobre a elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 28 dez. 2007. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2007-2010/2007/lei/l11638.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/l11638.htm). Acesso em: 03 fev. 2022.
- BRASIL, R. G.; MACEDO, J. J. de. A regulação econômica na ótica da Escola Austríaca. **Rev. FAE**, Curitiba, v. 19, n. 1, p. 108-117, jan. /jun. 2016.
- BREALEY, R.; MYERS, S. C.; ALLEN, F. **Corporate Finance**. 8. Ed., Nova Iorque: McGraw Hill, 2006.
- BRENNAN, M.; SCHWARTZ; E. S. Corporate Income Taxes, Valuation, and the Problem of Optimal Capital Structure. **The Journal of Business**, [S. l.], v. 51, n. 1, p 103-114, 1978.
- BRITO, G. A. S.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no brasil. **R. Cont. Fin**, USP, São Paulo, n. 43, p. 9-19, jan./abr. 2007.
- BRITO, G. A. S.; ASSAF NETO, A., CORRAR, L. J. Sistema de classificação de risco de crédito: uma aplicação a companhias abertas no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, USP, São Paulo, v. 20, n. 51, p. 28-43, setembro/dezembro 2009.
- BYUN, H.-Y.; CHOI, S.; HWANG, L.-S. S.; KIM, R. G. Business group affiliation, ownership structure, and the cost of debt. **Journal of Corporate Finance**, [S. l.], v. 23, p. 311–331, 2013.
- B3. Ações. **Empresas listadas**. 2022a. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm). Acesso em: 21 fev de 2022.
- B3. BDRs. **Brazilian Depositary Receipts – BDRs Patrocinados Níveis I, II e III**. 2022b. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/historico/boletins-diarios/pesquisa-por-pregao/pesquisa-por-pregao/](https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/historico/boletins-diarios/pesquisa-por-pregao/pesquisa-por-pregao/) Acesso em: 21 fev de 2022.
- CADBURY COMMITTEE. **The report of committee on financial aspects of corporate governance**. Londres: Cadbury Committee, 1992.
- CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. A Influência da Estrutura de Propriedade e Controle sobre o Valor de Mercado Corporativo no Brasil. **R. Cont. Fin.** – USP, São Paulo, v. 24, n. 62, p. 142-153, 2013.
- CAMINHA, U.; LIMA, J. C. Contrato incompleto: uma perspectiva entre direito e economia para contratos de longo termo. **Revista Direito GV**, São Paulo, v. 10, n. 1, p. 155-200, 2014.
- CAMPOS, A. L. S.; NAKAMURA, W. T. Rebalanceamento da Estrutura de Capital: Endividamento Setorial e Folga Financeira. **RAC**, Rio de Janeiro, v. 19, Edição Especial, art. 2, p. 20-37, maio 2015.
- CARMONA, P.; FUENTES, C. D.; RUIZ, C. Risk disclosure analysis in the corporate governance annual report using fuzzy-set qualitative comparative analysis. **Revista de Administração de Empresas**, [S. l.], v. 56, n. 3, p. 342-352, 2016.
- CARVALHO, D. The real effects of government-owned banks: Evidence from an emerging market. **The Journal of Finance**, New York, v. 69, n. 2, p. 577-609, 2014.
- CASTRO, B. H. R. *et al.* Governança corporativa e instituições financeiras de desenvolvimento: lições da experiência internacional. **R. BNDES**, Rio de Janeiro, v. 27, n. 54, p. 33-67, dez. 2020

- CHANG, Y-K., CHOU, R.K., HUANG, T-H., Corporate Governance and the Dynamics of Capital Structure: New Evidence. **Journal of Banking & Finance**, [S. l.], v. 48, p 1-49, 2014.
- CHEIN, FLÁVIA. **Introdução aos modelos de regressão linear**. Brasília – DF: Enap, 2019.
- CHOW, Y. P.; MUHAMMAD, J.; BANY-ARIFFIN, A. N.; CHENG, F.F. Macroeconomic uncertainty, corporate governance and corporate capital structure. **International Journal of Managerial Finance**, [S. l.], v. 14, n. 3, p. 301-321, 2018.
- CICOGNA, M. P. V.; TONETO JR., RUDINEI; VALLE, M. R. O impacto da adesão a padrões mais elevados de governança sobre o financiamento empresarial. **R. Adm.**, São Paulo, v. 42, n.1, p. 52-63, 2007.
- CLAESSENS, S.; FAN, J. P. H. Corporate governance in Asia: a survey. **International Review of Finance**, [S. l.], v. 3, n. 2, p. 71-103, 2002.
- CLAESSENS, S.; YURTOGLU, B. B., 2013. Corporate governance in emerging markets: A survey, **Emerging Markets Review**, [S. l.], v. 15, p. 1-33, 2013.
- CRISÓSTOMO, V. L.; BRANDÃO, I. F. The ultimate controlling owner and corporate governance in Brazil. **Corporate Governance**, [S. l.], v. 19, n. 1, p. 120-140, 2019.
- CRISÓSTOMO, V. L.; BRANDÃO, I. F.; LÓPEZ-ITURRIAGA, F. J. Large shareholders' power and the quality of corporate governance: An analysis of Brazilian firms. **Research in International Business and Finance**, [S. l.], v. 51, n. 101076, p. 1-15, 2020.
- CRISÓSTOMO, V. L.; LÓPEZ-ITURRIAGA, F. J.; VALLELADO GONZÁLEZ, E. Nonfinancial companies as large shareholders alleviate financial constraints of Brazilian firm. **Emerging Markets Review**, [S. l.], v. 18, p. 62–77, 2014.
- CRISÓSTOMO, V. L.; PINHEIRO, B. G. Estrutura de Capital e Concentração de Propriedade da Empresa Brasileira. **Revista de Finanças Aplicadas**, São Paulo, v. 4, p. 1-30, 2015.
- CRISÓSTOMO, V. L.; PINHEIRO, B.; AUZIER, J. C. Determinantes do financiamento por leasing e dívida no Brasil. **Revista evidencição contábil & finanças**, João Pessoa, v. 9, n. 2, p. 113-132, 2021.
- CRISÓSTOMO, V. L.; PINHEIRO, B. G.; NAKAMURA, W. T. Concentração de propriedade e emissão de ação: Evidência da América Latina. **Brazilian Review of Finance**, Rio de Janeiro, v. 18, n. 4, p. 33-76, 2020.
- COASE, R. The nature of the firm. **Economica**, [S. l.], v. 4, n. 16, p. 386-405, 1937. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/j.1468-0335.1937.tb00002.x>. Acesso em: 28 jan. 2020.
- COELHO, A. C.; HOLANDA, A. P.; MOURA, E. A. de. Efeitos Entrincheiramento e Alinhamento e Informatividade dos Lucros Contábeis: Estudo comparativos. **Revista de Ciências da Administração**, [S. l.], v. 19, n. 48, p. 108–121, 2017.
- CORREA, C. A.; BASSO, L. F. C.; NAKAMURA, W. T. A Estrutura de Capital das Maiores Empresas Brasileiras: Análise Empírica das Teorias de Pecking Order e Trade-Off, Usando Painel Data. **Revista de Administração Mackenzie**, [S. l.], v. 14, n. 4, p. 106-133, 2013.
- CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças – USP**, São Paulo, v. 22, n. 55, p. 45-63, 2011.
- COSTA, A. P. P.; WOOD JÚNIOR, Thomaz. Fraudes corporativas. **Revista de Administração de Empresas**, [S. l.], v. 52, n. 4, p. 464-472, 2012.
- COSTA, R. S.; ARAÚJO, J. G.; PRAZERES, R. V., ARAÚJO, J. G. N. Conexões políticas e desempenho econômico: um estudo com as empresas do segmento de energia elétrica listadas na B3. **RMC, Revista Mineira de Contabilidade**, [S. l.], v. 22, n. 3, art. 1, p. 7 - 20, 2021.

- CVM. **Ofertas primárias e secundárias registradas na CVM em 2021**. 2021. Disponível em: <https://sistemas.cvm.gov.br/port/redir.asp?subpage=ofertaregistrada>. Acesso em: setembro de 2021.
- DEANGELO, H.; MASULIS, R.W. Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation. **Journal of Financial Economics**, [S. l.], v.8, n.1, pp. 3-27, 1980.
- DELICI, G. D. V.; BEUREN, I. M. Teoria da estrutura de propriedade: redes sociais em periódicos internacionais de alto impacto. **Revista Facultad de Ciencias Económicas: Investigación y Reflexión**, [S. l.], v. 20, n. 1, p. 123-141, 2012.
- DESENDER, K. A.; AGUILERA, R. V.; CRESPI-CLADERA, R.; GARCÍA-CESTONA, M. A. When does ownership matter? Board characteristics and behavior. **Strategic Management Journal**, [S. l.], v. 34, n. 7, p. 823–842, 2013.
- DETTHAMRONGA, U.; CHANCHARATA, N.; VITHESSONTHIC, C. Corporate governance, capital structure and firm performance: Evidence from Thailand. **Research in International Business and Finance**, [S. l.], v. 42, p. 689–709, 2017.
- DIAMOND, D. W. Debt Maturity Structure and Liquidity Risk. **The Quarterly Journal of Economics**, [S. l.], v. 106, n. 3, p.709-737, 1991.
- DIAS, A. T.; *et al.* As influências da governança corporativa e da estrutura de capital no desempenho e no risco da firma. **Revista Gestão & Tecnologia**, Pedro Leopoldo, v. 20, n. 2, p. 98-120, abr./jun. 2020.
- DYCK, A.; ZINGALES, L. Private Benefits of Control: An International Comparison. **The Journal of Finance**, Atlantic city, v. 59, n. 2, p. 537-600, 2004.
- DURAND, D. Cost of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. v. NBER p. 215-262. 1952. *In*: CONFERENCE ON RESEARCH IN BUSINESS FINANCE. **Anais [...]** Crambridge: Universities-National Bureau, 1952. Disponível em: <https://www.nber.org/chapters/c4790.pdf>. Acesso em: 28 jan. 2020.
- DUTRA, V. R.; SONZA, I. B.; CERETTA, P. S.; GALLI, O. C. Determinantes da Retenção de Caixa em Empresas Brasileiras: uma Análise Pós-Crise de 2008. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, [S. l.], v. 12, n. 3, p. 364-379, 2018.
- EL-HABASHY, H. A. Determinants of Capital Structure within the Context of Corporate Governance in Egypt. **International Journal of Business and Management**, Canadá, v. 13, n. 8, 2018.
- ELSHANDIDY, T.; NERI, L. Corporate governance, risk disclosure practices, and market liquidity: comparative evidence from the UK and Italy. **Corporate Governance: An International Review**, [S. l.], v. 23, n. 4, p. 331-356, 2015
- EROL, T. Strategic debt with diverse maturity in developing countries: industry-level evidence from Turkish Manufacturing. **Emerging Markets Finance and Trade**, Birmingham, v. 40, n. 5, p. 5-24, 2004.
- ESPARZA, M. L P.; BRIANO-TURRENT, G. C.; GÁRCIA-ESTRADA, L. A. The Board Composition as an Explanatory Factor of the Capital Structure of Mexican Listed Companies. **Journal of Accounting Research, Organization and Economics**, Banda Aceh city, v.1, n.1, p.74-84, 2018.
- ESPEJO, M. M. DOS S. B.; DACIÊ, F. P. Redução da assimetria informacional sob a ótica do controle gerencial: discussão sobre práticas em empresas transparentes. **Revista Contabilidade & Finanças – USP**, São Paulo, v. 27, n. 72, p. 378-392, 2016.
- FAMA, E. Agency Problems and The Theory of Firm. **Journal of Political Economy**, Chicago, v. 88, p. 288-307, 1980.
- FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, Chicago, v. 26, n. 2, p. 301-325, 1983.
- FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P. **Análise de dados: técnicas multivariadas exploratórias com SPSS e STATA**. 1. Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015.

- FLIGSTEIN, N.; CHOO, J. Law and Corporate Governance. **Annual Review of Law and Social Science**, Palo Alto, v. 1, p. 61-84, 2005.
- FONSECA, C. V. C.; SILVEIRA, R. L. F.; HIRATUKA, C. A relação entre a governança corporativa e a estrutura de capital das empresas Brasileiras no período 2000-2013. **Ref. Cont.**, Paraná, v. 35 n. 2 p. 35-52, 2016.
- FOSBERG, R. H. Agency problems and debt financing: leadership structure effects. **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**, [S. l.], v. 4, n. 1, p. 31-8, 2004.
- FRANCIS, B.; HASAN, I.; WU, Q. Do corporate boards affect firm performance? New evidence from the financial crisis? **Bank of Finland Research Discussion Papers**, [S. l.], n. 11, p.1-55, 2012. ISBN 978-952-462-796-2, online.
- FRANK, M. Z.; GOYAL, V. K. Testing the pecking order theory of capital structure. **Journal of Financial Economics**, [S. l.], v. 67, n. 2, p. 217-248, 2003.
- FRANK, M. Z.; GOYAL, V. K. Trade-Off and Pecking Order Theories of Debt. **SSRN Electronic Journal**, [S. l.], v. 1, p. 135-202, 2007.
- FRANK, M. Z.; GOYAL, V. K. Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important? **Financial Management**, [S. l.], v. 38, n. 1, p. 1-37, 2009.
- FREITAS, M. R. O. *et al.* Concentração acionária, conselho de administração e remuneração de executivos. **Revista de Administração de Empresas**, [S. l.], v. 60, n. 5, p. 322-335, 2020.
- FRIEND, I.; LANG, L. H. P. An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure. **The Journal of Finance**, Atlantic City, v. 43, n. 2, p. 271-281, 1988.
- GARCIA, R. **O conhecimento em construção**. Porto Alegre: Artmed, 2002.
- GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- GIL, A. C. **Métodos e Técnicas de Pesquisa Social**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2014.
- GOMES, R. A estrutura do capital das empresas: teoria ao longo de 50 anos. **Economia & Empresas**, Lisboa, n. 14, p.119-143, 2012.
- GORGA, E. Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries. **Northwestern Journal of International Law & Business**, Chicago, v. 29, p. 439-554, 2009.
- GHOUMA, H., BEN-NASR, H.; YAN, R. Corporate governance and cost of debt financing: Empirical evidence from Canada. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, [S. l.], v.67, n.? p. 138-148, 2018.
- GRANZOTTO, A.; SONZA, I. B. Control Structure and Financial Performance: An Analysis of Listed and Delisted Brazilian Companies Negotiated in Brazil and in the USA. **Revista Brasileira de Finanças**, [S. l.], v. 17, n. 2, p. 56-71, 2019.
- GRAY, D. E. **Pesquisa no mundo real**. 2.ed. Porto Alegre: Penso, 2012.
- GRÜN, R. Atores e Ações na Construção da Governança Corporativa Brasileira. **Revista Brasileira de Ciências Sociais**, São Paulo, v. 18, n. 52, p. 121-143, 2003.
- GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria básica**. 5. ed. Porto Alegre: AMGH editora Ltda, 2011.
- HAHN, A. V.; NOSSA, S. N.; TEIXEIRA, A. J. C.; NOSSA, V. Um estudo sobre a relação entre a concentração acionária e o nível payout das empresas brasileiras negociadas na Bovespa. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, [S. l.], v. 21, n. 3, p. 15-48, 2010.
- HARRIS, M.; RAVIV, A. The Theory of Capital Structure. **The Journal of Finance**, [S. l.], v. 46, n. 1, p. 297-355, 1991.

- HART, O. Corporate governance: some theory and implications. **The economic Journal**, Oxford, v. 105, n. 430, p. 678-689, 1995.
- HENRY, D. Agency costs, ownership structure and corporate governance compliance: a private contracting perspective. **Pacific-Basin Finance Journal**, [S. l.], v. 18, p. 24-46, 2010.
- HOSSEINI, KHALED. **A cidade do sol**. Duque de Caxias, RJ: Casa dos livros, 2007.
- IBGC. **Código Brasileiro de Governança Corporativa: Companhias Abertas / Grupo de Trabalho Interagentes**; (coord.) Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, SP: IBGC, 2016.
- IBGC. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5. ed. São Paulo, SP: IBGC, 2018.
- JENSEN, M. C. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. **The American Economic Review**, [S. l.], v. 76, n. 2, 1986.
- JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, [S. l.], v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- JENSEN, M. C.; SMITH, JR., C. W. Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory. **Recent advances in corporate finance**, Homewood, Irwin, p. 93-131, 1985.
- JIRAPORN, P.; CHINTRAKARN, P.; KIM, J. C.; LIU, Y. Exploring the agency cost of debt: Evidence from the ISS Governance Standards. **Journal of Financial Services Research**, [S. l.], v. 44, n. 2, p. 205-227, 2013.
- LARA, J. M. G.; OSMA, B. G.; PENALVA, F. Information consequences of accounting conservatism. **European Accounting Review**, [S. l.], v. 23, n. 2, p.173-198, 2014.
- LAZZARINI, S. G. *et al.* What do state-owned development banks do? evidence from BNDES, 2002-09. **World Development**, [S. l.], n. 66, p. 237-253, 2015.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, [S. l.], v. 58, n.1-2, p. 3-27, 2000.
- LEAL, R.; CARVALHAL DA SILVA. Controlling shareholder and corporate valuation in Brazil. **Corporate Ownership & Control**, [S. l.], v. 3, n. 2, p. 137-141, 2006.
- LEARY, M. T.; ROBERTS, M. The pecking order, debt capacity, and information asymmetry. **Journal of Financial Economics**, [S. l.], v. 95, n. 3, p. 332-355, 2010.
- LELAND, H. E. Corporate Debt Value, Bond Covenants, and Optimal Capital Structure. **The Journal of Finance**, [S. l.], v. 49, n. 4, p. 1213-1252, 1994.
- LEMMON, M. T.; ROBERTS, M.; ZENDER, J. F. Back to the beginning: Persistence and the cross-section of corporate capital structure. **The Journal of Finance**, [S. l.], v. 63, p. 1-37, 2008.
- LERNER, A. F.; VICTOR, F. G. Análise da Influência do Fluxo de Caixa Livre nos Custos de Agência em Companhias Abertas Brasileiras. **Revista de Administração, Contabilidade e Economia da FUNDACE**, v. 10, n. 3, p. 80-101, 2019.
- LIM, C. Y.; WANG, J.; ZENG, C. China's "Mercantilist" government subsidies, the cost of debt and firm performance. **Journal of Banking and Finance**, [S. l.], v. 86, p. 37-52, 2018.
- LIND, J.T.; MEHLUM, H. With or without U? The appropriate test for a U-shaped relationship. **Oxford Bulletin of Economics and Statistics**, [S. l.], v. 72, n. 1, p.109-118, 2010.
- LIU, Q.; TIAN, G.; WANG, X. The effect of ownership structure on leverage decision: new evidence from Chinese listed firms. **Journal of the Asia Pacific Economy**, [S. l.], v. 16, n. 2, p. 254-276, 2011.
- LOPES, I. F.; KAVESKI, I. D. S.; BEUREN, I. M.; THEISS, V. Relação entre a Remuneração dos Executivos e a Estrutura de Endividamento de Empresas Listadas na [B]<sup>3</sup> - Brasil, Bolsa, Balcão. **Gestão & Regionalidade**, [S. l.], v. 35, n. 106, p. 177-196, 2019.

- KHANNA, T.; YAFEH, Y. Business Groups in Emerging Markets: Paragons or Parasites? **Journal of Economic Literature**, [S. l.], v. 45, p. 331–372, 2007.
- KIM, W. S.; SORENSEN, E. H. Evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, [S. l.], v. 21, n. 2, p. 131-144, 1986.
- KLAPPER, L.F.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **Journal of Corporate Finance**, [S. l.], v. 10, p. 703–728, 2004.
- KLEMM, A.; VAN PARYS, S. Empirical evidence on the effects of tax incentives. **International Tax and Public Finance**, [S. l.], n. 19, v. 3, p.393-423, 2012.
- KONRAHT, J. M.; CONSONI, S.; FONSECA, M. W. A Relação entre a Estrutura de Propriedade e o Custo da Dívida Captada via Emissão de Debêntures no Brasil. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, [S. l.], v. 14, n. 2, p. 177-194, 2020.
- KONRAHT, J. M.; SOARES, R. O. O Duplo Papel dos Covenants Contábeis na Captação de Dívida no Brasil. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, [S. l.], v. 22, n. 1, p. 183-199, 2020.
- KRAUS, A.; LITZENBERGER, R., A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. **The Journal of Finance**, Atlantic city, v. 28, n. 4, p. 911-922, 1973.
- MACHADO, M. R.; MACHADO, M. A. V.; CORRAR, L. J. Desempenho do índice de sustentabilidade empresarial (ISE) da Bolsa de Valores de São Paulo. **Revista Universo Contábil**, [S. l.], v. 5, n. 2, p. 24-38, 2009.
- MALACRIDA, M. J. C.; YAMAMOTO, M. M. Governança corporativa: nível de evidencição das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa. **Revista Contabilidade & Finanças**, [S. l.], v. 17(spe), p. 65-79, 2006.
- MAMEDE, S. de P. N.; NAKAMURA, W. T.; JARDIM, J. R. de P. S.; JONES, G. D. C.; NAKAMURA, E. A. M. V. Does the capital concentration level influence the Brazilian companies' capital structure?. **Revista de Administração da UFSP**, [S. l.], v. 12, n. 4, p. 785–802, 2019.
- MAPURUNGA, P. V. R.; PONTE, V. M. R.; OLIVEIRA, M. C. Determinantes das Práticas de Governança Corporativa: Um estudo nas empresas registradas na CVM. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, [S. l.], v. 8, n. 3, p. 374-395, 2015.
- MENDONÇA, F. F. P.; MARTINS, H. C.; TERRA, P. R. S. Estrutura de Capital e Mecanismos de Governança Externos à Firma: Uma Análise Multipaís. **RAC - Revista de Administração Contemporânea**, [S. l.], v. 23, n. 6, p. 765-785, 2019.
- MICHEL, M. H. **Metodologia e Pesquisa Científica em Ciências Sociais**: um guia prático para acompanhamento da disciplina e elaboração de trabalhos monográficos. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2015.
- MIN, B. S. Effects of Outsider's Monitoring on Capital Structure and Corporate Growth Strategy: Evidence from a Natural Experiment. **J Bus Ethics**, [S. l.], v. 152, p. 459-475, 2016.
- MODIGLIANI, F; MILLER, M. H. The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. **The American Economic Review**, [S. l.], v. 48, n. 3, pp. 261-297, 1958.
- MODIGLIANI, F; MILLER, M. H. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. **The American Economic Review**, [S. l.], v. 53, n. 3, p. 433-443, 1963.
- MONTAZERI, F.; VARAN, R. Investigation in Relationship between Free Cash Flow (FCF) Theory and Overinvestment and Role of Mechanism of Corporate Governance in Iranian Capital Market. **Revista Gestão & Tecnologia**, v. 19, n. 5, p. 87-100, 2019.
- MORGADO, A.; PINDADO, J. The Underinvestment and Overinvestment Hypotheses: An Analysis Using Panel Data. **European Financial Management**, [S. l.], v. 9, n. 2 p. 163-177, 2003.
- MUNIR, Q.; KOK, S. C.; TEPLOVA, T.; LI, T. Powerful CEOs, debt financing, and leasing in Chinese SMEs: Evidence from threshold model. **North American Journal of Economics and Finance**, [S. l.], v. 42, p. 487-503, 2017.

- MUSACCHIO, A.; LAZZARINI, S. G.; AGUILERA, R. V. New varieties of state capitalism: strategic and governance implications. **The Academy of Management Perspectives**, [S. l.], v. 29, n. 1, p.115–131, 2015.
- MYERS, S. C. Determinants of corporate borrowing. **Journal of Financial Economics**, [S. l.], v. 5, n. 2, p.147-175, 1977.
- MYERS, S. C. The Capital Structure Puzzle. **The Journal of Finance**, Atlantic City, v. 39, n. 3, p. 575-592, 1984.
- MYERS, S. C. Capital structure. **The Journal of Economic Perspectives**, [S. l.], v. 15, n. 2 p. 81-102, 2001.
- MYERS, S. C. Financing of corporations. p. 215-253. *In*: CONSTANTINIDES, G.M.; HARRIS, M.; STULZ, R.M. **Handbook of Economics of Finance**, 1 ed., Holanda: Elsevier, 2003.
- MYERS, S. C., MAJLUF, N. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms have Information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, [S. l.], v. 13, n. 2, p. 187-221, 1984.
- NASCIMENTO, J. C. H. B. do; ANGOTTI, M.; MACEDO, M. A. da S.; BORTOLON, P. M. As relações entre governança corporativa, risco e endividamento e suas influências no desempenho financeiro e no valor de mercado de empresas brasileiras. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, [S. l.], v. 11, n. 1, p. 166–185, 2018.
- NISIYAMA, E. K.; NAKAMURA, W. T. Diversidade do conselho de administração e a estrutura de capital. **RAE - Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 58, n. 6, p. 551-563, 2018.
- NIYAMA, J. K.; SILVA, C. A. T. **Teoria da contabilidade**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2017.
- OCDE. **White paper on corporate governance in Latin America**. 2003. Disponível em: <https://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/24277169.pdf>. Acesso em: 10 mar. 2020.
- OCDE. **Guidelines on corporate governance of state-owned enterprises**. Paris: OECD Publishing, 2015. Disponível em: <https://www.oecdilibrary.org/docserver/9789264244160en.pdf?expires=1539047970&id=id&accnameguest&checksum1D1CE415DE7383E65A6D5BFCDE444B6A>. Acesso em: 7 de mar. de 2020.
- OECD. **OECD Corporate Governance Factbook 2021**. Paris: OECD Publishing, 2021. Disponível em: <https://www.oecd.org/corporate/corporategovernance-factbook.htm>. Acesso em: 7 de set de 2021.
- OLIVEIRA, G. R.; *et al.* Determinantes da Estrutura de Capital das Empresas Brasileiras: uma abordagem em regressão quantílica. **Trabalhos para Discussão**, Brasília, n. 272, p. 1-37, 2012. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pec/wps/port/TD272.pdf>. Acesso em: 02 mai. 2020.
- OLIVEIRA, F. N de; MOSER, E. Determinantes da Estrutura de Liderança do Conselho das Empresas Brasileiras. **Trabalhos para discussão - BACEN**, Brasília, n. 397, v.? p.1-32, 2015.
- OLIVEIRA, I. G. S.; SILVA JÚNIOR, A. Determinantes Econômicos do uso de Stock Options em Companhias Brasileiras de Capital Aberto. **Enfoque Reflexão Contábil**, [S. l.], v. 37, n. 1, p. 55-70, 2018.
- OLIVEIRA, I. G. S.; SILVA JÚNIOR, A. Executive Compensation and Performance of Companies in the Brazilian Capital Market: Evidence of Negative Relationship with Focus on the Interests of the Controlling Shareholder. **BASE - Revista de Administração e Contabilidade da UNISINOS**, [S. l.], v. 18, n. 1, p. 23-55, 2021.
- ÖZTEKIN, Ö. Capital Structure Decisions around the World: Which Factors Are Reliably Important? **Journal of financial and quantitative analysis**, Cambridge, v. 50, n. 3, p. 301–323, 2015.
- PALHARES, C. M. G.; CARMO, C. H. S.; FERREIRA, M. P.; RIBEIRO, A. M. Efeitos da Concentração de Propriedade e da Estrutura do Conselho de Administração nos 'Covenants' de

Debêntures Emitidas pelas Empresas Brasileiras de Capital Aberto. **Revista de Contabilidade e Organizações**, [S. l.], v. 13, n. 1, p. 1-16, 2019.

PEDERSEN, T.; THOMSEN, S. European patterns of corporate ownership: a twelve-country study. **Journal of International Business Studies**, [S. l.], n. 4, p. 759-778, 1997.

PEIXOTO, F. M.; BUCCINI, A. R. A. Separação entre propriedade e controle e sua relação com desempenho e valor de empresas brasileiras: onde estamos? **Revista De Contabilidade E Organizações**, [S. l.], v. 7, n. 18, p.48-59, 2013.

PEIZHI, W.; RAMZAN, M. Do corporate governance structure and capital structure matter for the performance of the firms? An empirical testing with the contemplation of outliers. **PLoS-ONE**, [S. l.], v. 15, n. 2, p. 1-25, 2020.

PEROBELLI, F. F. C.; FAMÁ, R. Fatores Determinantes da Estrutura de Capital para Empresas Latino-Americanas. **RAC - Revista de Administração Contemporânea**, [S. l.], v. 7, n. 1, p. 09-35, 2003.

PINHEIRO, A. S.; CARRIERI, A. de P.; JOAQUIM, N. de F. Esquadrinhando a governança corporativa: o comportamento dos personagens sob o ponto de vista dos discursos dos autores acadêmico. **Revista contabilidade e finanças - USP**, São Paulo, v. 24, n. 63, p. 231-242, 2013.

PINHEIRO, B. G.; VASCONCELOS, A. C. DE; DE LUCA, M. M. M.; CRISÓSTOMO, V. L. Estrutura de Capital e Governança Corporativa nas Empresas Listadas na BM&FBovespa. **REPeC**, Brasília, v. 11, n. 4, art. 5, p. 451-466, 2017.

PIRES, C. O.; MACAGNAN, C. B. Governança corporativa e assimetria de informação: uma revisão desta relação. **Revista Brasileira de Administração Científica**, Aquidabã, v.4, n.4, Jul, Ago, Set, Out, Nov, dez 2013.

PÓVOA, A. C. S.; NAKAMURA, W. T. Homogeneidade Versus Heterogeneidade da Estrutura de Dívida: Um Estudo com Dados em Painel. **Revista contabilidade e finanças-USP**, São Paulo, v. 25, n. 64, p. 19-32, 2014.

PÓVOA, A. C. S.; NAKAMURA, W. T. Relevância da estrutura de dívida para os determinantes da estrutura de capital: um estudo com dados em painel. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, Florianópolis, v. 12, n. 25, p.3-26, 2015.

PRATES, C. P. T.; LEAL, R. P. C. Algumas Considerações sobre os Determinantes da Estrutura de Capital nas Empresas Brasileiras. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 12, n. 23, p. 201-218, jun. 2005.

PRAZERES, R. V. Relações entre a concentração de propriedade e o conservadorismo condicional nas companhias abertas brasileiras: uma análise através do modelo de regressão quantílica. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, João Pessoa, v.6, n. 3, p. 21-35, set./out. 2018.

RIBEIRO, F.; ATAMANCZUK, M. J.; GERIGK, W.; BISCAIA, L. F. Concentração de Propriedade, Governança Corporativa e Estrutura de Capital no Segmento de Energia Elétrica da B3. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, [S. l.], v. 9, n. 2, p. 7-25, 2021.

RIPAMONTI, A.; KAYO, E. K. Corporate governance and capital structure in Brazil: stock, bonds and substitution. **Revista de Administração Mackenzie**, São Paulo, v. 17, n. 5, p. 85-109, 2016.

SAAC, D. M. P.; REZENDE, A. J. Análise das características determinantes das empresas que usufruem de subvenções e assistências governamentais. **Revista Universo Contábil**, FURB, Blumenau, v. 15, n. 2, p. 116-136, abr./jun., 2019.

SAAD, N. M. Corporate Governance Compliance and the Effects to Capital Structure in Malaysia. **International Journal of Economics and Finance**, [S. l.], v. 2, n. 1, p. 105-114, 2010.

SAITO, R.; SILVEIRA, A. M. Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **RAE - Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 48, n. 2, p. 79-86, 2008.

- SAMPAIO, T. S. L.; PINHEIRO, A. B.; RODRIGUES, R. C.; LAMEU, E. V. M. Aderência a teoria pecking order pelas firmas brasileiras: uma análise multisetorial. **Revista Ambiente Contábil**, [S. l.], v. 13, n. 1, p. 151-180, 2021.
- SANTOS, R. A. dos. **Metodologia científica: a construção do conhecimento**. 7. ed. Rio de Janeiro: DP&A, 2007.
- SANTOS, L. A. A.; LEMES, S. Desafios das empresas brasileiras na implantação da Lei Sarbanes-Oxley. **BASE - Revista de Administração e Contabilidade da UNISINOS**, [S. l.], v. 4, n. 1, p. 37-46, 2007.
- SANTOS *et al.* Codes of corporate governance of latin american countries: analysis of un practices. **RAM. Revista de Administração Mackenzie**, São Paulo, v. 21, n. 6, p. 1-28, 2020.
- SARLO NETO, A.; LOPES, A. B.; DALMÁCIO, F. Z. A influência da estrutura de propriedade sobre a informatividade dos lucros contábeis divulgados pelas empresas negociadas na Bovespa. **Base - Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, [S. l.], v.7, n. 4, 301-314, 2010.
- SARLO NETO, A.; RODRIGUES, A.; ALMEIDA, J. E. F. Concentração de votos e acordo de acionistas: influências sobre o conservadorismo. **Revista Contabilidade & Finanças**, [S. l.], v. 21, n. 54, p. 6-22, 2010.
- SCARAMUSSA, F. M.; BORTOLON, P. M. Características do Exercício do Controle e a Composição dos Conselhos de Administração no Novo Mercado. **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, [S. l.], v. 15, n. 1, p. 142-164, 2020.
- SCHAPIRO, M. G. Legalidade ou discricionariedade na governança de bancos públicos: uma análise aplicada ao caso do BNDES. **Revista de Administração Pública [online]**, v. 51, n. 1, p. 105-128, 2017.
- SERRA, S.; LEMOS, K. A influência da governança corporativa e do auditor na divulgação sobre riscos. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, João Pessoa, v. 8, n.3, p.106-124, set./dez. 2020.
- SEPE, S.M. Making sense of executive compensation. *Delaware Journal of Corporate Law*, [S. l.], v. 36, n. 14, p. 10-42. 2014.
- SHEIKH, A. N.; WANG, Z. The impact of capital structure on performance. **International Journal of Commerce and Management**, [S. l.], v. 23, n. 4, p. 354-368. 2013.
- SHIRI, M. M.; SALEHI, M.; RADBON, A. V. A Study of Impact of Ownership Structure and Disclosure Quality on Information Asymmetry in Iran. **The Journal for Decision Makers**, [S. l.], v. 41, n. 1, p. 51-60, 2016.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Managerial Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments. **Journal of Financial Economics**, [S. l.], v. 25, n. 1, p. 123-139, 1989.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, [S. l.], v. 52, p. 737- 783, 1997.
- SILVA, E. C. **Governança corporativa nas empresas: guia prático de orientação para acionistas, investidores, conselheiros de administração e fiscal, auditores, executivos, gestores, analistas de mercado e pesquisadores**. 4ª ed. São Paulo: Atlas, 2016.
- SILVA, P. Z. P.; ARAÚJO, V. R. B. S.; MONTE, P. A. Uma análise da pecking order theory nos diferentes níveis de governança corporativa da BM&FBovespa. **Revista Científica Hermes**, [S. l.], v. 20, p. 153-176, 2018.
- SILVA, W. E. da; KAYO, E.; MARTELANC, R. BNDES loans and the financial constraints of Brazilian publicly traded companies. **RAUSP Management Journal**, [S. l.], v. 55, n. 4, p. 567-582, 2020.
- SILVA, E. S.; SANTOS, J. F.; ALMEIDA, M. A. Conselho de Administração: uma análise da influência nos níveis de endividamento. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, [S. l.], v. 13, n. 41, p. 440-453, 2011.

- SILVA, J. C. D.; XAVIER, W. G.; GAMBIRAGE, C.; CAMILO, S. P. O. A Influência das Conexões Políticas no Custo de Capital e no Desempenho das Empresas Listadas na B3. **BBR. Brazilian Business Review**, [S. l.], v. 15, n. 4, p. 317-330, 2018.
- SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. B. DE C.; FAMÁ, R. Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. **RAE**, São Paulo, v. 43, n. 3, 2003.
- SILVEIRA, A. M.; PEROBELLI, F. F. C.; BARROS, L. A. B. C. Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. **RAC - Revista de Administração Contemporânea**, [S. l.], v. 12, n. 3, p. 763-788, 2008.
- SILVEIRA, *et al.* Endogeneity of Brazilian corporate governance quality determinants. **Corporate Governance**, [S. l.], v. 10 n. 2, p. 191-20, 2010.
- SIMONASSI, A. G.; ARRAES, R. A.; SILVA, J. H. F. Política de Crédito do BNDES e Sustentabilidade de Crescimento do Setor Primário. **RESR**, Piracicaba-SP, Vol. 55, Nº 01, p. 031-046, jan./Mar. 2017.
- SIQUEIRA, T. V. DE. Governança corporativa, competitividade e formas de financiamento. **R. BNDES**, Rio de Janeiro, v. 26, n. 52, p. 223-273, dez. 2019.
- SMANIOTTO, E. N.; ALVES, T. W.; DECOURT, R. F. Determinantes da estrutura de capital nas ofertas primárias iniciais de ações no Brasil: uma análise com dados em painel. **Enfoque: Reflexão Contábil**, [S. l.], v. 37, n. 4, p. 67-84, 2018.
- SMANIOTTO, E. N.; ALVES, T. W. DECOURT, R. F. Determinantes da estrutura de capital nas ofertas primárias iniciais de ações no Brasil: uma análise com dados em painel. **Enfoque: Reflexão Contábil – UEM**, Paraná, v. 37, p. 67-84, 2018.
- SNYDER, C; NICHOLSON, W. **Microeconomic theory: basic principles and extensions**. 10 ed. USA: Natorp Boulevard Mason, Thomson Higher Education, 2008.
- SONZA, I. B. Patterns of efficiency in dispersed, dominant and concentrated ownership structures in Brazil. **RAM. Revista de Administração Mackenzie**, São Paulo, v.18, n. 3, p. 232-259, 2017.
- SONZA, I. B.; KLOECKNER, G. de O. A Governança Corporativa Influencia a Eficiência das Empresas Brasileiras? **R. Cont. Fin. – USP**, São Paulo, v. 25, n. 65, p. 145-160, 2014.
- SOLOMON, J. F.; SOLOMON, A.; NORTON, S. D. A conceptual framework for corporat e risk disclosure emerging from t h e agenda for corporat e governance reform, **British Accounting Review**, [S. l.], v. 32, p. 447–478, 2000.
- STIGLITZ, J. The Causes and Consequences of the Dependence of Quality on Price. **Journal of Economic Literature**, [S. l.], v. 25, n. 1, p. 1-48, 1987.
- STIGLITZ, J. Rethinking Macroeconomics: What Failed, And How to Repair I. **Journal of the European Economic Association**, European Economic Association, [S. l.], v. 9, n. 4, p. 591-645, 2011.
- STULZ, R. Managerial discretion and optimal financing policies. **Journal of Financial Economics**, [S. l.], v. 26, n. 1, p. 3-27, 1990.
- SZTUTMAN, A. M; ALDRIGHI, D. M. **Political connections and access to Brazilian Development Bank's loans**. São Paulo: FEA/USP, 2019. (Working paper series nº 2019-13). Disponível em: [http://www.repec.eae.fea.usp.br/documentos/Sztutman\\_Aldrighi\\_13WP.pdf](http://www.repec.eae.fea.usp.br/documentos/Sztutman_Aldrighi_13WP.pdf). Acesso em: 01 mar. 2020.
- SZTJAN, R. Função social do contrato e direito de empresa. **Revista de direito mercantil: industrial, econômico e financeiro**, São Paulo, v. 44, p. 29-49, 2005.
- SCHUMPETER, Joseph Alois (1911). **Teoria do desenvolvimento econômico**. São Paulo: Abril Cultural, 1982 (Os economistas).

- TINOCO, G.; GIAMBIAGI, F. **Perspectivas DEPEC 2018: o crescimento da economia brasileira 2018-2023**. Brasília: BNDES, 2018. Disponível em: [https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/14760/1/Perspectivas%202018-2023\\_P.pdf](https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/14760/1/Perspectivas%202018-2023_P.pdf). Acesso em: 20 de setembro 2021.
- TITMAN, S.; WESSEL; R. The Determinants of Capital Structure Choice. **The Journal of Finance**, [S. l.], v. XLIII, n. 1, 1988.
- TORRES, E.; ZEIDAN, R. The life cycle of national development banks: the experience of Brazil's BNDES. **Quarterly Review of Economics and Finance**, [S. l.], v. 62, n. 1, p. 97–104, 2016.
- TORRES FILHO, E. T.; DA COSTA, F. N. BNDES e o financiamento do desenvolvimento. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 21, Número Especial, p. 975-1009, 2012.
- TORRES FILHO, E. T.; DA COSTA, F. N. **Financiamento de longo prazo no Brasil: um mercado em transformação**. Brasília: Rio de Janeiro: IPEA, 2013.
- TOSUN, O.K. The effect of CEO option compensation on the capital structure: a natural experiment. **Financial Management**, [S. l.], v. 45, n. 1, p.953-979, 2015.
- TRISTÃO P. A.; SONZA, I. B. A estrutura de capital no Brasil é estável? **RAM**, São Paulo, v. 20, n. 4, p. 1-30, 2019
- UNCTAD. **Guidance on good practices in corporate governance disclosure**. United Nations, 2006. Disponível em: [https://unctad.org/system/files/official-document/iteteb20063\\_en.pdf](https://unctad.org/system/files/official-document/iteteb20063_en.pdf) Acesso em: 20. Set 2021. ISBN 92-1-112704-1
- VESCO, D. G. D.; BEUREN, I. M. Teoria Da Estrutura De Propriedade: Redes Sociais Em Periódicos Internacionais de Alto Impacto. **Rev. Fac. Cienc. Econ.**, [S. l.], v. xx, n.1, p. 123-141, 2012.
- VIANA JÚNIOR, D. B. C.; MORAIS, C. R. F.; LUCA, M. M. M.; VASCONCELOS, A. C. Concentração de Propriedade e Desempenho em Empresas Brasileiras em Períodos de Oferta Pública Inicial. **Contabilidade, Gestão e Governança**, [S. l.], v. 23, n. 1, p. 19-37, 2020.
- VICTER, R. M. Ações preferenciais e problemas de agência – análise do caso das ações superpreferenciais da Azul. **Revista do BNDES**, [S. l.], n. 48, p. 159-178, 2017.
- VIEIRA, K. M., *et al.* A influência da governança corporativa no desempenho e na estrutura de capital das empresas listadas na Bovespa. **Revista Universo Contábil**, [S. l.], v. 7, n. 1, p. 49-67, 2011.
- ZUHRUF, F.; SUHADAK; MANGESTI, R. S.; MUHAMMAD, S. The effect of corporate governance, firm size, and capital structure on financial performance: a study of state-owned enterprises listed in the indonesia stock exchange during period of 2013-2016. **RJOAS**, [S. l.], v. 9, n. 93, p. 3-16, 2019.
- WEN, Y.; WEN, Y.; RWEGASIRA, K.; BILDERBEEK, J. Corporate governance and capital structure decisions of the Chinese listed firms. **Corporate governance**, Oxford, v. 10, n. 2, p. 75-83, 2002.
- WILLIAMSON, O. E. **The Economic Institutions of Capitalism: firms, markets, relations contracting**. Londres: Collier Macmillan Publishers, 1985.
- WILLIAMSON, O. E. Corporate Finance, and corporate governance. **The Journal of finance**, Atlantic city, v. 43, n. 3, p. 567-591, 1988.
- YASEEN, H.; AL-AMARNEH, A. Corporate Governance and Leverage: Evidence from the Jordanian Stock Market. **Research Journal of Finance and Accounting**, [S. l.], v. 4, n. 19, p. 29-35, 2013.
- YOUNG, M.N.; PENG, M.W.; AHLSTROM, D.; BRUTON, G.D.; JIANG, Y. Corporate governance in emerging economies: a review of the principal-Principal perspective. **Journal of Management Studies**, [S. l.], v.45, n. 1, p. 196-220, 2008.
- YU, K. Block ownership and accounting conservatism. **Corporate Ownership and Control**, [S. l.], v. 10, n. 3, p. 271-293, 2013.



## APÊNDICE - A

Tabela 17 – Resultados dos modelos com a variável SUB1 – hipótese de pesquisa 1 e 3.

Método GLS <sup>A</sup>															
	EndTOTAL					EndLP					EndCP				
<b>SUB1</b>	-0,0276	-0,0487	-0,0453	-0,0384	-0,0261	-0,00750	-0,0241	-0,0235	-0,0200	-0,0113	-0,0219*	-0,0260*	-0,0231*	-0,0205	-0,0177
<b>ConProp1</b>	-0,0142					0,0161					-0,0252				
<b>ConProp1<sup>2</sup></b>	-0,0156					-0,0351					0,0160				
<b>ConProp2</b>		0,175**					0,136**					0,0397			
<b>ConProp2<sup>2</sup></b>		-0,201***					-0,152***					-0,0474			
<b>ConProp3</b>			0,212**					0,150**					0,0572		
<b>ConProp3<sup>2</sup></b>			-0,213***					-0,153**					-0,0549*		
<b>ConProp4</b>				0,229**					0,160**					0,0608	
<b>ConProp4<sup>2</sup></b>				-0,212***					-0,152**					-0,0530	
<b>ConProp5</b>					0,225**					0,154*					0,0638
<b>ConProp5<sup>2</sup></b>					-0,192**					-0,134**					-0,0513
<b>ROA</b>	0,155***	-0,160***	-0,155***	-0,153***	-0,151***	-0,0790**	-0,0824**	-0,0792**	-0,0780**	-0,0767**	0,0723***	0,0737***	-0,0724***	-0,0718***	-0,0714***
<b>Tang</b>	0,295***	0,303***	0,300***	0,299***	0,298***	0,248***	0,254***	0,251***	0,250***	0,249***	0,0470***	0,0499***	0,0496***	0,0492***	0,0490***
<b>Tam</b>	0,009***	0,0096**	0,0101**	0,0103**	0,0106**	0,0214**	0,0214**	0,0216**	0,0217**	0,0219**	-	-	-	-	-
<b>α</b>	0,0375	0,0141	-0,00905	-0,0284	-0,0478	-0,226***	-0,239***	-0,249***	-0,260***	-0,272***	0,0101***	0,0102***	0,00998***	0,00989***	0,00981***
<b>Obs.</b>	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387
<b>Prob &gt; chi2</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Wald chi2</b>	381,5	393,1	391,2	388,8	386,2	404,2	413,8	411,9	410,2	407,7	228,7	231	230,5	229,7	229,5
<b>Log likelihood</b>	664,6	669,1	668,4	667,4	666,4	935,9	939,6	938,8	938,2	937,2	1809	1810	1810	1810	1809

<sup>A</sup>: Todas as estimações foram controladas com dummy de ano e dummy de setor de atividade econômica. Estimções homocedásticas e sem autocorrelação.

Fonte: elaborado pela autora (2022).

Nota: \*: significante a 10%; \*\* significante a 5%; \*\*\* significante a 1%.

Tabela 18 – Resultados dos modelos com a variável SUB2 – hipótese de pesquisa 1 e 3.

Método GLS <sup>A</sup>															
	EndTOTAL					EndLP					EndCP				
<b>SUB2</b>	-0,0551*	-0,0529*	-0,0548*	-0,0542*	-0,0529*	-0,0530**	-0,0523**	-0,0543**	-0,0540**	-0,0532**	-0,00284	-0,00191	-0,00013	-9,95E-05	9,05E-05
<b>ConProp1</b>	-0,0164					0,00852					-0,0587				
<b>ConProp1<sup>2</sup></b>	-0,00503					-0,0261					0,0959**				
<b>ConProp2</b>		0,170**					0,129**					-0,0884*			
<b>ConProp2<sup>2</sup></b>		-0,180**					-0,139**					0,102**			
<b>ConProp3</b>			0,205**					0,144**					-0,103*		
<b>ConProp3<sup>2</sup></b>			-0,192***					-0,141**					0,108**		
<b>ConProp4</b>				0,219**					0,153*					-0,103	
<b>ConProp4<sup>2</sup></b>				-0,191**					-0,140**					0,104**	
<b>ConProp5</b>					0,215**					0,147*					-0,0896
<b>ConProp5<sup>2</sup></b>					-0,176**					-0,127*					0,0919*
<b>ROA</b>	-0,148***	-0,152***	-0,148***	-0,146***	-0,145***	-0,0731**	-0,0758**	-0,0727**	-0,0717**	-0,0709**	-0,0401	-0,0422	-0,0436	-0,0438	-0,0438
<b>Tang</b>	0,299***	0,310***	0,307***	0,305***	0,302***	0,250***	0,257***	0,255***	0,254***	0,252***	0,0261	0,0259	0,0273	0,0284	0,0293
<b>Tam</b>	0,0110***	0,0112***	0,0115***	0,0117***	0,0117***	0,0222***	0,0224***	0,0226***	0,0227***	0,0227***	0,00292	0,00242	0,00229	0,0023	0,00239
<b>α</b>	0,00468	-0,0426	-0,0622	-0,0731	-0,0776	-0,235***	-0,266***	-0,276***	-0,282***	-0,284***	-0,0198	-0,00172	0,00464	0,00614	0,000675
Obs.	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387
Prob > chi2	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Wald chi2	384,4	393,7	392,6	390,8	389	409,6	418,1	416,7	415,2	413,1	115	111,7	111,7	110,3	109,2
Log likelihood	665,7	669,4	668,9	668,3	667,5	937,9	941,2	940,7	940,1	939,3	1216	1215	1215	1214	1214

<sup>A</sup>: Todas as estimações foram controladas com dummy de ano e dummy de setor de atividade econômica. Estimções homocedásticas e sem autocorrelação.

Fonte: elaborado pela autora (2022).

Nota: \*: significante a 10%; \*\* significante a 5%; \*\*\* significante a 1%.

Tabela 19 – Resultados dos modelos com a variável SUB3 – hipótese de pesquisa 1 e 3.

Método GLS <sup>A</sup>															
	EndTOTAL					EndLP					EndCP				
<b>SUB3</b>	-0,053**	-0,063**	-0,064**	-0,060**	-0,055**	-0,061***	-0,069***	-0,070***	-0,068***	-0,065***	0,00459	0,00313	0,00392	0,00509	0,00623
<b>ConProp1</b>	-0,0122					0,0129					-0,0196				
<b>ConProp1<sup>2</sup></b>	-0,0158					-0,0386					0,0192				
<b>ConProp2</b>		0,186**					0,147**					0,0396			
<b>ConProp2<sup>2</sup></b>		-0,202***					-0,164***					-0,037			
<b>ConProp3</b>			0,228**					0,169**					0,0541		
<b>ConProp3<sup>2</sup></b>			-0,219***					-0,171***					-0,0427		
<b>ConProp4</b>				0,242**					0,179**					0,0555	
<b>ConProp4<sup>2</sup></b>				-0,216***					-0,170***					-0,0395	
<b>ConProp5</b>					0,235**					0,170**					0,0576
<b>ConProp5<sup>2</sup></b>					-0,198**					-0,154**					-0,0378
<b>ROA</b>	-0,147***	-0,150***	-0,145***	-0,144***	-0,143***	-0,071**	-0,072**	-0,069*	-0,068*	-0,067*	-0,071***	-0,073***	-0,072***	-0,071***	-0,071***
<b>Tang</b>	0,297***	0,308***	0,305***	0,303***	0,300***	0,249***	0,257***	0,254***	0,253***	0,251***	0,0490***	0,0521***	0,0515***	0,0508***	0,0502***
<b>Tam</b>	0,012***	0,012***	0,013***	0,013***	0,013***	0,023***	0,024***	0,024***	0,024***	0,023***	-0,00986***	-0,00980***	-0,00970***	-0,00968***	-0,00968***
<b>α</b>	0,022	-0,0274	-0,0487	-0,0604	-0,0647	-0,218***	-0,253***	-0,264***	-0,271***	-0,272***	0,216***	0,202***	0,194***	0,190***	0,187***
Obs.	1.385	1.385	1.385	1.385	1.385	1.385	1.385	1.385	1.385	1.385	1.385	1.385	1.385	1.385	1.385
Prob > chi2	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Wald chi2	383,7	395,2	394	391,7	389	412,2	423,5	422,2	420	416,8	225,9	227,1	227,7	227,8	228,4
Log likelihood	665,1	669,6	669,1	668,2	667,2	937,9	942,3	941,8	941	939,7	1805	1805	1806	1806	1806

<sup>A</sup>: Todas as estimações foram controladas com dummy de ano e dummy de setor de atividade econômica. Estimções homocedásticas e sem autocorrelação.

Fonte: elaborado pela autora (2022).

Nota: \*: significante a 10%; \*\* significante a 5%; \*\*\* significante a 1%.

Tabela 20 – Resultados dos modelos com a variável SUB4 – hipótese de pesquisa 1 e 3.

Método GLS <sup>A</sup>															
	EndTOTAL					EndLP					EndCP				
<b>SUB4</b>	-0,0348	-0,0191	-0,0144	-0,0101	-0,00428	-0,0393	-0,0312	-0,0304	-0,0284	-0,0249	0,00658	0,0138	0,0172	0,0188	0,0207
<b>ConProp1</b>	-0,0261					-0,00272					-0,0166				
<b>ConProp1<sup>2</sup></b>	0,00262					-0,0178					0,0162				
<b>ConProp2</b>		0,165**					0,118*					0,048			
<b>ConProp2<sup>2</sup></b>		-0,176**					-0,132**					-0,0433			
<b>ConProp3</b>			0,199**					0,129*					0,0661		
<b>ConProp3<sup>2</sup></b>			-0,187**					-0,130**					-0,0512		
<b>ConProp4</b>				0,215**					0,137*					0,0702	
<b>ConProp4<sup>2</sup></b>				-0,186**					-0,128**					-0,0498	
<b>ConProp5</b>					0,215**					0,132					0,0750*
<b>ConProp5<sup>2</sup></b>					-0,173**					-0,115*					-0,05
<b>ROA</b>	-0,151***	-0,156***	-0,153***	-0,151***	-0,150***	-0,0761**	-0,0791**	-0,0763**	-0,0755**	-0,0749**	-0,0717***	-0,0735***	-0,0727***	-0,0722***	-0,0719***
<b>Tang</b>	0,296***	0,306***	0,304***	0,301***	0,299***	0,248***	0,255***	0,252***	0,251***	0,249***	0,0492***	0,0524***	0,0519***	0,0512***	0,0505***
<b>Tam</b>	0,009***	0,010***	0,010***	0,018***	0,011***	0,020***	0,021***	0,021***	0,021***	0,021***	-0,0095***	-0,0094***	-0,0092***	-0,0093***	-0,0090***
<b>α</b>	0,0413	-0,0196	-0,0428	-0,0579	-0,0688	-0,197***	-0,234***	-0,243***	-0,250***	-0,255***	0,211***	0,189***	0,177***	0,171***	0,166***
<b>Obs.</b>	1.385	1.385	1.385	1.385	1.385	1.385	1.385	1.385	1.385	1.385	1.385	1.385	1.385	1.385	1.385
<b>Prob &gt; chi2</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Wald chi2</b>	379,3	387,9	386,5	384,9	383,2	403,5	411,2	409,4	407,9	405,7	225,9	227,8	228,8	229	229,8
<b>Log likelihood</b>	663,4	666,7	666,2	665,6	664,9	934,6	937,6	936,9	936,3	935,4	1805	1806	1806	1806	1807

<sup>A</sup>: Todas as estimações foram controladas com dummy de ano e dummy de setor de atividade econômica. Estimções homocedásticas e sem autocorrelação.

Fonte: elaborado pela autora (2022).

Nota: \*: significativa a 10%; \*\* significativa a 5%; \*\*\* significativa a 1%.

Tabela 21 – Resultados dos modelos com a variável SUB5 – hipótese de pesquisa 1 e 3.

Método GLS <sup>A</sup>															
	EndTOTAL					EndLP					EndCP				
<b>SUB5</b>	-0,00935	-0,00852	-0,00836	-0,00759	-0,00545	0,0149	0,0144	0,0139	0,0141	0,0155	-0,0205*	-0,0191*	-0,0184*	-0,018	-0,0175
<b>ConProp1</b>	-0,0117					0,0219					-0,0267				
<b>ConProp1<sup>2</sup></b>	-0,00837					-0,0371					0,0243				
<b>ConProp2</b>		0,174**					0,140**					0,0353			
<b>ConProp2<sup>2</sup></b>		-					-0,146**					-0,0355			
<b>ConProp3</b>			0,207**					0,152**					0,0508		
<b>ConProp3<sup>2</sup></b>			0,192***					-0,143**					-0,0426		
<b>ConProp4</b>				0,221**					0,160**					0,0533	
<b>ConProp4<sup>2</sup></b>				-0,190**					-0,141**					-0,0407	
<b>ConProp5</b>					0,218**					0,154*					0,0557
<b>ConProp5<sup>2</sup></b>					-0,175**					-0,128*					-0,0394
<b>ROA</b>	-0,15***	-0,15***	-0,15***	-	-	-0,079**	-0,081**	-0,078**	-0,077**	-0,076**	-0,070***	-0,071***	-0,071***	-0,070***	-0,070***
<b>Tang</b>	0,296** *	0,307***	0,304***	0,302***	0,299***	0,248***	0,255***	0,253***	0,251***	0,249***	0,0493***	0,0525***	0,0520***	0,0513***	0,0508***
<b>Tam</b>	0,010** *	0,010***	0,011***	0,011***	0,011***	0,021***	0,021***	0,021***	0,021***	0,021***	-	-	-	-	-
<b><math>\alpha</math></b>	0,0115	-0,0366	-0,0558	-0,0671	-0,0722	-	-	-	-	-	0,221***	0,206***	0,198***	0,195***	0,193***
<b>Obs.</b>	1.385	1.385	1.385	1.385	1.385	1.385	1.385	1.385	1.385	1.385	1.385	1.385	1.385	1.385	1.385
<b>Prob &gt; chi2</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Wald chi2</b>	378,4	387,7	386,5	384,9	383,3	402,1	410,6	408,8	407,4	405,6	229,8	230,5	230,8	230,7	231
<b>Log likelihood</b>	663	666,7	666,2	665,6	664,9	934,1	937,3	936,7	936,1	935,4	1807	1807	1807	1807	1807

<sup>A</sup>: Todas as estimações foram controladas com dummy de ano e dummy de setor de atividade econômica. Estimções homocedásticas e sem autocorrelação.

Fonte: elaborado pela autora (2022).

Nota: \*: significante a 10%; \*\* significante a 5%; \*\*\* significante a 1%.

Tabela 22 – Resultados dos modelos com a variável SUB6 – hipótese de pesquisa 1 e 3.

Método GLS <sup>A</sup>															
	EndTOTAL					EndLP					EndCP				
<b>SUB6</b>	0,0127	0,0155	0,0167	0,0179	0,0189	-0,0042	-0,00263	-0,00204	-0,00131	-0,00067	0,0167*	0,0177**	0,0183**	0,0186**	0,0189**
<b>ConProp1</b>	-0,00272					0,017					-0,0141				
<b>ConProp1<sup>2</sup></b>	-0,0159					-0,0339					0,0146				
<b>ConProp2</b>		0,183**					0,136**					0,0471			
<b>ConProp2<sup>2</sup></b>		-0,189***					-0,144**					-0,0426			
<b>ConProp3</b>			0,216**					0,148**					0,0623		
<b>ConProp3<sup>2</sup></b>			-0,198***					-0,142**					-0,0489		
<b>ConProp4</b>				0,230**					0,157**					0,0652	
<b>ConProp4<sup>2</sup></b>				-0,196**					-0,141**					-0,047	
<b>ConProp5</b>					0,228**					0,151*					0,0683
<b>ConProp5<sup>2</sup></b>					-0,182**					-0,128*					-0,0462
<b>ROA</b>	-0,156***	-0,161***	-0,157***	-0,156***	-0,155***	-0,0776**	-0,0805**	-0,0776**	-0,0767**	-0,0760**	-	-	-	-	-
<b>Tang</b>	0,299***	0,309***	0,306***	0,304***	0,301***	0,249***	0,256***	0,254***	0,252***	0,250***	0,0750***	0,0766***	0,0758***	0,0753***	0,0749***
<b>Tam</b>	0,00983**	0,00998**	0,0103**	0,0104**	0,0104**	0,0217**	0,0219**	0,0221**	0,0221**	0,0221**	-	-	-	-	-
<b>α</b>	0,00568	-0,0425	-0,062	-0,0735	-0,0785	-0,236***	-0,268***	-0,277***	-0,284***	-0,285***	0,0103***	0,0103***	0,0102***	0,0102***	0,0101***
<b>Obs.</b>	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387
Prob > chi2	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Wald chi2	380,9	390,7	389,5	388	386,4	404,2	412,7	410,9	409,5	407,5	229,4	231,4	232,2	232,3	232,9
Log likelihood	664,4	668,2	667,7	667,1	666,5	935,8	939,1	938,4	937,9	937,1	1809	1810	1811	1811	1811

<sup>A</sup>: Todas as estimações foram controladas com dummy de ano e dummy de setor de atividade econômica. Estimções homocedásticas e sem autocorrelação.

Fonte: elaborado pela autora (2022).

Nota: \*: significante a 10%; \*\* significante a 5%; \*\*\* significante a 1%.

Tabela 23 – Resultados dos modelos com a variável SUB7 – hipótese de pesquisa 1 e 3.

Método GLS <sup>A</sup>															
	EndTOTAL					EndLP					EndCP				
<b>SUB7</b>	-0,0437*	-0,059**	-0,060**	-0,056**	-0,051**	-0,049**	-0,063***	-0,064***	-0,062***	-0,058***	0,00471	0,00241	0,00351	0,00492	0,00614
<b>ConProp1</b>	-0,0155					0,012					-0,0218				
<b>ConProp1<sup>2</sup></b>	-0,00905					-0,0349					0,0221				
<b>ConProp2</b>		0,191**					0,154**					0,0373			
<b>ConProp2<sup>2</sup></b>		-0,207***					-0,171***					-0,0347			
<b>ConProp3</b>			0,229**					0,173**					0,0512		
<b>ConProp3<sup>2</sup></b>			-0,221***					-0,175***					-0,04		
<b>ConProp4</b>				0,243**					0,183**					0,0522	
<b>ConProp4<sup>2</sup></b>				-0,219***					-0,175***					-0,0364	
<b>ConProp5</b>					0,237**					0,176**					0,0538
<b>ConProp5<sup>2</sup></b>					-0,201**					-0,159**					-0,0343
<b>ROA</b>	-0,160***	-0,167***	-0,163***	-0,160***	-0,158***	-0,0860**	-0,0914**	-0,0881**	-0,0867**	-0,0852**	-0,0702***	-0,0719***	-0,0709***	-0,0701***	-0,0696***
<b>Tang</b>	0,295***	0,306***	0,303***	0,300***	0,298***	0,245***	0,253***	0,250***	0,249***	0,247***	0,0507***	0,0535***	0,0530***	0,0524***	0,0519***
<b>Tam</b>	0,0109**	0,0114**	0,0117**	0,0118**	0,0118**	0,0222**	0,0227**	0,0229**	0,0229**	0,0229**	-	-	-	-	-
	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	0,00974***	0,00973***	0,00962***	0,00958***	0,00955***
<b>α</b>	0,0275	-0,0159	-0,0365	-0,049	-0,0553	-0,209***	-0,239***	-0,250***	-0,257***	-0,259***	0,212***	0,200***	0,191***	0,187***	0,184***
<b>Obs.</b>	1.381	1.381	1.381	1.381	1.381	1.381	1.381	1.381	1.381	1.381	1.381	1.381	1.381	1.381	1.381
<b>Prob &gt; chi2</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Wald chi2</b>	382,9	394,8	393,6	391,3	388,7	407,5	419,9	418,3	416,3	413,1	225,1	225,9	226,5	226,7	227,4
<b>Log likelihood</b>	661,5	666,1	665,6	664,8	663,8	933,3	938,1	937,5	936,7	935,5	1798	1798	1799	1799	1799

<sup>A</sup>: Todas as estimações foram controladas com dummy de ano e dummy de setor de atividade econômica. Estimções homocedásticas e sem autocorrelação.

Fonte: elaborado pela autora (2022).

Nota: \*: significativa a 10%; \*\* significativa a 5%; \*\*\* significativa a 1%.

Tabela 24 – Resultados dos modelos com a variável SUB1 – hipótese de pesquisa 2 e 4.

	Método GLS <sup>A</sup>					Método Logit com correção robusta de White – com efeitos aleatórios				
	EndSUB					CAPSUB				
<b>SUB1</b>	-0,0253	-0,0296	-0,0289	-0,0314	-0,0323	-1,560	-1,892*	-1,835*	-1,922*	-2,004*
<b>ConProp1</b>	-0,0654					-2,301				
<b>ConProp1<sup>2</sup></b>	0,0938**					1,956				
<b>ConProp2</b>		-0,0897*					-3,842			
<b>ConProp2<sup>2</sup></b>		0,0923*					2,459			
<b>ConProp3</b>			-0,101*					-5,572		
<b>ConProp3<sup>2</sup></b>			0,0958*					3,698		
<b>ConProp4</b>				-0,0986					-5,461	
<b>ConProp4<sup>2</sup></b>				0,0880*					3,336	
<b>ConProp5</b>					-0,0825					-3,888
<b>ConProp5<sup>2</sup></b>					0,0733					2,001
<b>ROA</b>	-0,0408	-0,0427	-0,0439	-0,0442	-0,0443	-2,522	-2,588	-2,657	-2,701	-2,690
<b>Tang</b>	0,0228	0,0226	0,0239	0,0248	0,0257	2,791***	2,738***	2,729***	2,761***	2,802***
<b>Tam</b>	0,00241	0,00188	0,00176	0,00169	0,00174	0,566***	0,551***	0,546***	0,539***	0,537***
<b>α</b>	0,0106	0,0332	0,0389	0,0433	0,0390	-9,028***	-7,799***	-7,133**	-6,871**	-7,194**
Obs.	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.258	1.258	1.258	1.258	1.258
Prob > chi2	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00					
Wald chi2	116,7	113,9	113,6	112,5	111,5					
Log likelihood	1217	1216	1216	1215	1215					
	<i><sup>A</sup>: Todas as estimações foram controladas com dummy de ano e dummy de setor de atividade econômica. Estimções homocedásticas e sem autocorrelação</i>									
Rho						0,419	0,421	0,422	0,423	0,423
Sigma_u						1,542	1,547	1,549	1,553	1,554
HL_(X <sup>2</sup> )						59,42	59,41	59,67	59,98	60,52
Prob > chi2						0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Wald chi2						148,8	147,8	143,1	143,1	145,4
Log likelihood						-314,8	-314,2	-313,8	-313,9	-314,2

Fonte: elaborado pela autora (2022).

Nota: \*: significante a 10%; \*\* significante a 5%; \*\*\* significante a 1%.

Tabela 25 – Resultados dos modelos com a variável SUB2 – hipótese de pesquisa 2 e 4.

	Método GLS <sup>A</sup>					Método Logit com correção robusta de White – com efeitos aleatórios				
	EndSUB					CAPSUB				
<b>SUB2</b>	-0,00284	-0,00191	-0,00013	-9,95E-05	9,05E-05	0,917	0,793	0,793	0,809	0,873
<b>ConProp1</b>	-0,0587					-1,338				
<b>ConProp1<sup>2</sup></b>	0,0959**					1,593				
<b>ConProp2</b>		-0,0884*					-3,32			
<b>ConProp2<sup>2</sup></b>		0,102**					2,766			
<b>ConProp3</b>			-0,103*					-5,376		
<b>ConProp3<sup>2</sup></b>			0,108**					4,294		
<b>ConProp4</b>				-0,103					-5,612	
<b>ConProp4<sup>2</sup></b>				0,104**					4,287	
<b>ConProp5</b>					-0,0896					-4,177
<b>ConProp5<sup>2</sup></b>					0,0919*					3,12
<b>ROA</b>	-0,0401	-0,0422	-0,0436	-0,0438	-0,0438	-2,337	-2,339	-2,422	-2,45	-2,443
<b>Tang</b>	0,0261	0,0259	0,0273	0,0284	0,0293	3,018***	2,946***	2,940***	2,969***	3,011***
<b>Tam</b>	0,00292	0,00242	0,00229	0,0023	0,00239	0,580***	0,572***	0,570***	0,568***	0,568***
<b>α</b>	-0,0198	-0,00172	0,00464	0,00614	0,000675	-10,93***	-10,10***	-9,396***	-9,211***	-9,643***
Obs.	1.385	1.385	1.385	1.385	1.385	1.256	1.256	1.256	1.256	1.256
Prob > chi2	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00					
Wald chi2	115	111,7	111,7	110,3	109,2					
Log likelihood	1216	1215	1215	1214	1214					
	<i><sup>A</sup>: Todas as estimações foram controladas com dummy de ano e dummy de setor de atividade econômica. Estimações homocedásticas e sem autocorrelação</i>									
Rho						0,412	0,413	0,416	0,417	0,417
Sigma_u						1,52	1,521	1,531	1,534	1,535
HL_(X <sup>2</sup> )						57,69	57,91	58,62	58,85	59,24
Prob > chi2						0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Wald chi2						148,8	143	141,1	141,7	144,5
Log likelihood						-315,6	-315,3	-314,9	-315	-315,4

Fonte: elaborado pela autora (2022).

Nota: \*: significante a 10%; \*\* significante a 5%; \*\*\* significante a 1%.

Tabela 26 – Resultados dos modelos com a variável SUB3 – hipótese de pesquisa 2 e 4.

	Método GLS <sup>A</sup>					Método Logit com correção robusta de White – com efeitos aleatórios				
	EndSUB					CAPSUB				
<b>SUB3</b>	-0,0238	-0,0239	-0,0227	-0,0239	-0,0247	-1,224	-1,226	-1,159	-1,191	-1,246
<b>ConProp1</b>	-0,0603					-1,982				
<b>ConProp1<sup>2</sup></b>	0,0941**					2,034				
<b>ConProp2</b>		-0,0847					-3,564			
<b>ConProp2<sup>2</sup></b>		0,0952**					2,772			
<b>ConProp3</b>			-0,0962					-5,391		
<b>ConProp3<sup>2</sup></b>			0,0992**					4,089		
<b>ConProp4</b>				-0,096					-5,569	
<b>ConProp4<sup>2</sup></b>				0,0943*					4,02	
<b>ConProp5</b>					-0,0824					-4,194
<b>ConProp5<sup>2</sup></b>					0,0821					2,879
<b>ROA</b>	-0,0375	-0,0395	-0,0408	-0,0409	-0,0408	-1,915	-1,937	-2,042	-2,063	-2,032
<b>Tang</b>	0,026	0,0262	0,0275	0,0287	0,0295*	3,002***	2,952***	2,951***	2,983***	3,027***
<b>Tam</b>	0,00366	0,00319	0,00304	0,00309	0,0032	0,627***	0,616***	0,610***	0,608***	0,610***
<b>α</b>	-0,0132	0,00351	0,00886	0,0105	0,00556	-10,46***	-9,651***	-8,979***	-8,781***	-9,166***
Obs.	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.258	1.258	1.258	1.258	1.258
Prob > chi2	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00					
Wald chi2	116,9	113,6	113,3	112,1	111,1					
Log likelihood	1214	1213	1213	1212	1212					
	<i><sup>A</sup>: Todas as estimações foram controladas com dummy de ano e dummy de setor de atividade econômica. Estimções homocedásticas e sem autocorrelação</i>									
Rho						0,41	0,411	0,414	0,415	0,415
Sigma_u						1,512	1,515	1,524	1,528	1,528
HL_(X <sup>2</sup> )						57,52	57,61	58,31	58,58	59,06
Prob > chi2						0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Wald chi2						132,6	130,6	128,8	128,8	130,8
Log likelihood						-315	-314,8	-314,4	-314,4	-314,8

Fonte: elaborado pela autora (2022).

Nota: \*: significante a 10%; \*\* significante a 5%; \*\*\* significante a 1%.

Tabela 27 – Resultados dos modelos com a variável SUB4 – hipótese de pesquisa 2 e 4.

	Método GLS <sup>A</sup>					Método Logit – com efeitos aleatórios				
	EndSUB					CAPSUB				
<b>SUB4</b>	-0,0540**	-0,0591**	-0,0594**	-0,0600**	-0,0594**	-2,245	-2,405	-2,426	-2,4	-2,361
<b>ConProp1</b>	-0,0857*					-2,408				
<b>ConProp1<sup>2</sup></b>	0,117**					2,449				
<b>ConProp2</b>		-0,122**					-4,445			
<b>ConProp2<sup>2</sup></b>		0,125***					3,528			
<b>ConProp3</b>			-0,141**					-6,387		
<b>ConProp3<sup>2</sup></b>			0,132***					4,886*		
<b>ConProp4</b>				-0,145**					-6,601	
<b>ConProp4<sup>2</sup></b>				0,130**					4,833	
<b>ConProp5</b>					-0,135*					-5,332
<b>ConProp5<sup>2</sup></b>					0,120**					3,782
<b>ROA</b>	-0,0371	-0,0387	-0,0403	-0,0408	-0,041	-2,238	-2,253	-2,351	-2,38	-2,368
<b>Tang</b>	0,0247	0,0244	0,0259	0,0273	0,0284	2,971***	2,886***	2,893***	2,928***	2,976***
<b>Tam</b>	0,00192	0,00128	0,0011	0,00104	0,00113	0,541***	0,525***	0,519***	0,517***	0,519***
<b>α</b>	0,0304	0,0572	0,0671	0,0717	0,0674	-8,743***	-7,621***	-6,849**	-6,661**	-7,069**
Obs.	1.385	1.385	1.385	1.385	1.385	1.256	1.256	1.256	1.256	1.256
Prob > chi2	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00					
Wald chi2	119,7	117,2	117,2	115,9	114,6					
Log likelihood	1216	1215	1215	1214	1213					
	<i><sup>A</sup>: Todas as estimações foram controladas com dummy de ano e dummy de setor de atividade econômica. Estimções homocedásticas e sem autocorrelação</i>									
Rho						0,398	0,396	0,399	0,401	0,401
Sigma_u						1,474	1,468	1,479	1,483	1,485
HL_(X <sup>2</sup> )						52,54	51,91	52,55	52,92	53,66
Prob > chi2						0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Wald chi2						136	133,6	131,9	132	134,1
Log likelihood						-314,8	-314,4	-313,9	-314	-314,5

Fonte: elaborado pela autora (2022).

Nota: \*: significante a 10%; \*\* significante a 5%; \*\*\* significante a 1%.

Tabela 28 – Resultados dos modelos com a variável SUB5 – hipótese de pesquisa 2 e 4.

	Método GLS <sup>A</sup>					Método Logit com correção robusta de White – com efeitos aleatórios				
	EndSUB					CAPSUB				
<b>SUB5</b>	0,0345**	0,0361**	0,0374**	0,0378**	0,0379**	0,623	0,606	0,603	0,627	0,643
<b>ConProp1</b>	-0,0473					-1,503				
<b>ConProp1<sup>2</sup></b>	0,0870*					1,705				
<b>ConProp2</b>		-0,0795					-3,494			
<b>ConProp2<sup>2</sup></b>		0,0977**					2,892			
<b>ConProp3</b>			-0,0941					-5,501		
<b>ConProp3<sup>2</sup></b>			0,105**					4,372		
<b>ConProp4</b>				-0,0958					-5,764	
<b>ConProp4<sup>2</sup></b>				0,102**					4,39	
<b>ConProp5</b>					-0,0818					-4,323
<b>ConProp5<sup>2</sup></b>					0,0903*					3,211
<b>ROA</b>	-0,0411	-0,0431	-0,0443	-0,0444	-0,0443	-2,334	-2,346	-2,432	-2,463	-2,451
<b>Tang</b>	0,0253	0,0249	0,0262	0,0272	0,028	3,013***	2,936***	2,933***	2,961***	3,006***
<b>Tam</b>	0,00185	0,00134	0,00121	0,00122	0,00133	0,572***	0,564***	0,561***	0,559***	0,559***
<b><math>\alpha</math></b>	-0,025	-0,00804	-0,00275	-0,00164	-0,0074	-10,94***	-10,11***	-9,404***	-9,216***	-9,647***
Obs.	1.385	1.385	1.385	1.385	1.385	1.256	1.256	1.256	1.256	1.256
Prob > chi2	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00					
Wald chi2	119,4	116,6	116,8	115,5	114,4					
Log likelihood	1216	1214	1214	1214	1213					
	<i><sup>A</sup>: Todas as estimações foram controladas com dummy de ano e dummy de setor de atividade econômica. Estimações homocedásticas e sem autocorrelação</i>									
Rho						0,406	0,406	0,41	0,411	0,41
Sigma_u						1,499	1,5	1,512	1,514	1,513
HL_(X <sup>2</sup> )						55,07	55,03	55,8	55,94	56,3
Prob > chi2						0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Wald chi2						136,2	132,4	129,6	129,9	132,5
Log likelihood						-315,5	-315,3	-314,8	-314,9	-315,3

Fonte: elaborado pela autora (2022).

Nota: \*: significante a 10%; \*\* significante a 5%; \*\*\* significante a 1%.

Tabela 29 – Resultados dos modelos com a variável SUB6 – hipótese de pesquisa 2 e 4.

	Método GLS <sup>A</sup>					Método Logit com correção robusta de White – com efeitos aleatórios				
	EndSUB					CAPSUB				
<b>SUB6</b>	0,00389	0,00164	0,00118	0,00075	0,000881	0,107	0,0433	0,0747	0,0657	0,0535
<b>ConProp1</b>	-0,057					-1,727				
<b>ConProp1<sup>2</sup></b>	0,0948**					1,92				
<b>ConProp2</b>		-0,0875					-3,677			
<b>ConProp2<sup>2</sup></b>		0,101**					3,007			
<b>ConProp3</b>			-0,102*					-5,7		
<b>ConProp3<sup>2</sup></b>			0,108**					4,481		
<b>ConProp4</b>				-0,103					-5,926	
<b>ConProp4<sup>2</sup></b>				0,104**					4,451	
<b>ConProp5</b>					-0,0892					-4,487
<b>ConProp5<sup>2</sup></b>					0,0917*					3,267
<b>ROA</b>	-0,041	-0,0427	-0,0438	-0,0439	-0,0439	-2,244	-2,253	-2,348	-2,374	-2,356
<b>Tang</b>	0,0262	0,026	0,0273	0,0285	0,0293*	3,049***	2,972***	2,972***	3,004***	3,050***
<b>Tam</b>	0,00274	0,00234	0,00225	0,00227	0,00236	0,585***	0,578***	0,573***	0,571***	0,572***
<b>α</b>	-0,0194	-0,00165	0,0047	0,00616	0,000684	-10,82***	-9,967***	-9,234***	-9,040***	-9,465***
Obs.	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.258	1.258	1.258	1.258	1.258
Prob > chi2	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00					
Wald chi2	115,1	111,8	111,7	110,3	109,2					
Log likelihood	1216	1215	1215	1214	1214					
	<i><sup>A</sup>: Todas as estimações foram controladas com dummy de ano e dummy de setor de atividade econômica. Estimções homocedásticas e sem autocorrelação</i>									
Rho						0,412	0,413	0,416	0,417	0,418
Sigma_u						1,519	1,521	1,532	1,535	1,536
HL_(X <sup>2</sup> )						58,32	58,45	59,21	59,48	59,97
Prob > chi2						0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Wald chi2						144,6	140,9	139,1	139,3	142
Log likelihood						-315,8	-315,5	-315,1	-315,2	-315,6

Fonte: elaborado pela autora (2022).

Nota: \*: significante a 10%; \*\* significante a 5%; \*\*\* significante a 1%.

Tabela 30 – Resultados dos modelos com a variável SUB7 – hipótese de pesquisa 2 e 4.

	Método GLS <sup>A</sup>					Método Logit com correção robusta de White – com efeitos aleatórios				
	EndSUB					CAPSUB				
<b>SUB7</b>	-0,00515	-0,00222	-0,00079	-0,00193	-0,00277	-0,8	-0,775	-0,693	-0,722	-0,779
<b>ConProp1</b>	-0,0605					-1,966				
<b>ConProp1<sup>2</sup></b>	0,0977**					2,047				
<b>ConProp2</b>		-0,0892*					-3,521			
<b>ConProp2<sup>2</sup></b>		0,103**					2,735			
<b>ConProp3</b>			-0,104*					-5,427		
<b>ConProp3<sup>2</sup></b>			0,109**					4,124		
<b>ConProp4</b>				-0,104					-5,572	
<b>ConProp4<sup>2</sup></b>				0,105*					4,026	
<b>ConProp5</b>					-0,0896					-4,056
<b>ConProp5<sup>2</sup></b>					0,0915*					2,774
<b>ROA</b>	-0,0414	-0,0429	-0,0439	-0,0443	-0,0444	-2,34	-2,357	-2,429	-2,461	-2,45
<b>Tang</b>	0,026	0,0262	0,0276	0,0288	0,0296*	2,956***	2,914***	2,917***	2,947***	2,989***
<b>Tam</b>	0,00299	0,00245	0,00231	0,00233	0,00244	0,597***	0,586***	0,581***	0,578***	0,579***
<b>α</b>	-0,0173	-0,00062	0,0053	0,00729	0,00213	-10,34***	-9,547***	-8,889***	-8,690***	-9,092***
Obs.	1.381	1.381	1.381	1.381	1.381	1.252	1.252	1.252	1.252	1.252
Prob > chi2	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00					
Wald chi2	114,9	111,4	111,3	109,9	108,8					
Log likelihood	1208	1207	1207	1206	1205					
	<i><sup>A</sup>: Todas as estimações foram controladas com dummy de ano e dummy de setor de atividade econômica. Estimções homocedásticas e sem autocorrelação</i>									
Rho						0,414	0,415	0,418	0,419	0,419
Sigma_u						1,524	1,528	1,537	1,54	1,541
HL_(X <sup>2</sup> )						58,44	58,65	59,27	59,53	60
Prob > chi2						0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Wald chi2						143,7	141,1	137,6	137	138,3
Log likelihood						-315,4	-315,2	-314,8	-314,8	-315,3

Fonte: elaborado pela autora (2022).

Nota: \*: significante a 10%; \*\* significante a 5%; \*\*\* significante a 1%.

