



08, 09, 10 e 11 de novembro de 2022
ISSN 2177-3866

DÍVIDA SUBSIDIADA, CONCENTRAÇÃO DE PROPRIEDADE E GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS EMPRESAS BRASILEIRAS

THICIA STELA LIMA SAMPAIO

UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ (UFC)

VICENTE LIMA CRISÓSTOMO

UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ (UFC)

ISAC DE FREITAS BRANDÃO

INSTITUTO FEDERAL DE EDUCAÇÃO, CIÊNCIA E TECNOLOGIA DO CEARÁ (IFCE)

BRUNO GOES PINHEIRO

UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ (UFC)

Agradecimento à órgão de fomento:

Agradecemos à CAPES pelo suporte financeiro com a concessão de Bolsa de pesquisa, possibilitando que pesquisadores possam se dedicar a exercer suas pesquisas de forma focada e priorizada.

DÍVIDA SUBSIDIADA, CONCENTRAÇÃO DE PROPRIEDADE E GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS EMPRESAS BRASILEIRAS

1 INTRODUÇÃO

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.

Diante do exposto a presente pesquisa tem como questão problema: **qual a influência das práticas de Governança Corporativa e do nível de concentração de propriedade sobre a captação de dívida subsidiada das empresas brasileiras?** Esta pesquisa tem como objetivo geral: investigar a influência as práticas de Governança Corporativa e o nível de concentração de propriedade sobre a captação de dívida subsidiada das empresas brasileiras.

Como diferencial, 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.

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; NAKAMURA, 2020; PINHEIRO *et al.*, 2017; GRANZOTTO; SONZA, 2019; SCARAMUSSA; BORTOLON, 2020; PALHARES *et al.*; 2019; SONZA, 2017; VIANA JÚNIOR *et al.*, 2020).

Esta pesquisa visa chamar a atenção assim como iniciar o preenchimento de uma lacuna de pesquisa identificada sobre a junção das temáticas da dívida subsidiada na estrutura de capital com a concentração de propriedade e a governança corporativa no Brasil, tendo obtido em seus resultados achados inéditos acerca da relação da concentração de propriedade sobre o endividamento subsidiado, incitando assim a maior discussão sobre a questão.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

O cenário brasileiro apresenta um tipo de endividamento que merece atenção: o endividamento subsidiado, ou também denominado crédito direcionado. Conforme Póvoa e Nakamura (2014), a dívida subsidiada é toda aquela obtida com recursos oriundos do Estado,

cedidos, direta 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 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).

2.1 O endividamento subsidiado e a concentração de propriedade

A estrutura de propriedade, no que tange principalmente ao nível de concentração de propriedade, pode impactar o endividamento das empresas devido à presença de alguns efeitos relacionados aos conflitos de agência (CAIXE; KRAUTER, 2013; PRAZERES, 2018; VICTER, 2018):

- 1) Efeito substituição (quando o exercício do monitoramento da gestão passa a ser exercido ou sofrer pressões do acionista controlador);
- 2) Efeito alinhamento (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);
- 3) Efeito entrincheiramento (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); e
- 4) Efeito expropriação (o acionista majoritário se beneficia do seu poder de influência em detrimento da riqueza dos acionistas minoritários).

Acerca da concentração de propriedade brasileira, Crisóstomo e Pinheiro (2015) apontaram que o cenário brasileiro de alta concentração de propriedade favorece endividamento das empresas, e que na escassez de fluxo de caixa livre as empresas brasileiras recorrem à dívida. 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.

Póvoa e Nakamura (2015) encontram evidência de que a dívida subsidiada das empresas brasileiras apresenta uma relação positiva com o risco, ou seja, quanto maior o risco associado à empresa, maior o uso da dívida subsidiada. Esse resultado suporta a premissa do uso de dívida subsidiada para suprir carências de crédito existentes em 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 e com a estrutura de capital ainda ser um campo de estudo inexplorado, não havendo premissas empíricas anteriores, o achado de Póvoa e Nakamura (2015) que a dívida subsidiada é parte relevante na composição da estrutura de capital das empresas brasileiras, e que tem predominado nos estudos de estrutura de capital um tratamento homogêneo, desconsiderando a diversidade de tipologias de dívidas que compõem a estrutura de capital. O estudo detalhado, ou em separado de tipologias de dívidas que compõem a estrutura de capital, nesse caso, a dívida subsidiada, torna-se relevante para inovar e aprofundar as pesquisas nessa temática.

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. Em países com baixo *enforcement*, como o Brasil, a estrutura de propriedade pulverizada seja mais indicada para redução do conflito entre acionista controlador e minoritários, o que por sua vez pode elevar os custos de monitoramento, ou com a Governança Corporativa. A concentração de propriedade do tipo pulverizada pode favorecer a maior tecnicidade da administração, com melhor alocação de recursos e melhor ajustes nas políticas de financiamento e investimentos, impactando assim na estrutura de capital (SONZA, 2017).

A relevância da dívida subsidiada na estrutura de capital das empresas brasileiras apontada por Póvoa e Nakamura (2015) se alinham com os de Liu, Tiang e Wang (2011) Acerca da participação e influência do 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, 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).

Crisóstomo, Pinheiro e Nakamura (2020) observaram que a contração de dívida para com terceiros pode ser uma alternativa para a emissão de ações, 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. Essa observação pode ser um indício de que o maior endividamento das empresas com alta concentração de propriedade seja uma forma do acionista controlador manter sua posição de poder.

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) 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.

A maior concentração de propriedade pode ensejar o estímulo ao endividamento subsidiado devido a alguns fatores: maior poder do acionista controlador, o qual pode exercer maior monitoramento da gestão em prol da sua posição de poder (efeito alinhamento), receio a emissão de ações que pode ser uma ameaça à manutenção do controle (efeito entrenchamento), e também o eventual estabelecimento de conexões políticas relevantes para realizar projetos de investimentos mais arrojados considerando a visibilidade e influência de grandes acionistas.

Hipótese 1 – *A maior concentração de propriedade nas empresas brasileiras exerce influência quadrática (formato de U invertido) sobre a captação da dívida subsidiada.*

2.2 O endividamento subsidiado e a Governança Corporativa

O marco diferencial da dívida subsidiada com relação às demais dívidas está na figura do Estado como credor. 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). Esta adoção de práticas de Governança Corporativa por empresas tomadoras de crédito subsidiado pode, *a priori*, ajudá-las na análise realizada pelo credor, com vistas à 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, sendo os menores juros da dívida subsidiada um atrativo 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 naturais, 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, 2021a; SIMONASSI; ARRAES; SILVA, 2017). Para tanto, o BNDES criou em 2021 o *Sustainability Bond Framework* (SBF) o qual planeja 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, 2021b). 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, fato que se alinha 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 (ANBIMA, 2020; BACEN, 2018).

A cessão de crédito subsidiado, devido a seu elo com o desenvolvimento social, além do econômico, 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).

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. Assim, propõe-se como hipótese 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.*

3 METODOLOGIA

Esta pesquisa enquadra-se como descritiva, explicativa, com abordagem quantitativa, uso de dados secundários. A população é composta da totalidade de empresas atuantes na B3, sendo a amostra composta por 148 empresas com mais alta liquidez no mercado de ações, sendo 0,1 o índice de liquidez mínimo, ou seja, 10% de liquidez das ações (para todos os anos do período).

O período analisado é de 10 anos (2010 a 2019). O ano de 2020 não foi incluído devido suas peculiaridades mediante a crise econômica mundial causada pela pandemia sanitária mundial da COVID-19, o qual merece atenção especial. Assim, tem-se um painel de dados não balanceado com 1.408 observações. O *software* de análise econométrica empregado foi o Stata versão 15. A fonte dos dados foi o Economática, CVM, B3 e site do BNDES o qual fornece uma listagem com as cessões de crédito direcionado para as empresas contempladas.

As variáveis dependentes estão apresentadas no Quadro 1, sendo que a variável EndLP será utilizada apenas como ponto de comparação com os resultados para a variável EndSUB, conferindo assim resultados com maior riqueza de análise mediante análise comparativa.

Quadro 1 – Variáveis dependentes aplicadas aos modelos econométricos.

Sigla	Descrição	Operacionalização	Método do modelo
EndSUB	Índice de Endividamento subsidiado ⁴	$\left(\frac{Dívida\ subsidiada_{i,t}}{Ativo\ Total_{i,t}} \right)$	Regressão múltipla pelo método GLS
CAPSUB	Captação de dívida onerosa subsidia	Dummy: 1 se captou dívida subsidiada no ano; 0 se não captou dívida subsidiada no ano	Regressão LOGIT com correção robusta de White
EndLP	Índice de Endividamento de longo prazo ²	$\left(\frac{Dívida\ onerosa\ de\ LP_{i,t}}{Ativo\ Total_{i,t}} \right)$	Regressão múltipla pelo método GLS

Nota: a dívida onerosa de LP contempla a parcela de dívida subsidiada. A dívida subsidiada é composta pelo valor total das captações no período, e não o valor acumulado em dívida subsidiada, pois as empresas não fornecem esse detalhamento em seu passivo.

Fonte: Elaborado pelos autores (2022).

O modelo econométrico proposto está representado na equação 1:

$$Y_{i,t} = \alpha + \beta_1 QGC_{i,t} + \beta_2 ConProp1 + \beta_3 ConProp1^2 + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 Tang_{i,t} + \beta_6 Tam_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

O termo $Y_{i,t}$ das equações representa a variável dependente, sendo que nessa pesquisa tem-se 5 variáveis dependentes representadas pelos termos: $EndSUB_{i,t}$ e $\ln(chance_{CAPSUB_{i,t}=1})$ e $EndLP_{i,t}$. 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*. O termo QGC refere-se a uma *dummy* para a participação da empresa/ano no segmento Novo Mercado (NM) da B3, sendo este o nível de maior rigor em termos de adoção de práticas de GC. Caso a empresa/ano participe do NM, atribuiu-se o valor 1, e caso não, o valor zero.

Os termos ConProp1 e ConProp1² representativos da concentração de propriedade pelo primeiro maior acionista serão substituídos pelos termos ConProp2 e ConProp2²; ConProp3 e ConProp3²; ConProp4 e ConProp4²; e ConProp5 e ConProp5², o que possibilitará que seja analisada a influência da concentração de propriedade em posse dos primeiros cinco maiores acionistas das empresas brasileiras (CRISÓSTOMO; PINHEIRO, 2015; CRISÓSTOMO; PINHEIRO; NAKAMURA, 2021).

Os modelos contemplam ainda três variáveis de controle: Retorno Sobre os Ativos obtido mediante cálculo do ROA (lucro líquido/ativo total); tangibilidade dos ativos (Tang) mediante a obtenção do Índice de tangibilidade dos ativos da empresa (ativos fixos/ativo total); e tamanho da empresa (Tam) com base no logaritmo natural do total de ativos da empresa.

Para resolução e ajuste dos coeficientes beta dos modelos, mediante a existência de problemas de heterocedasticidades decorrentes da não constância da variância dos resíduos, e de autocorrelação, foi empregado o método de Mínimos Quadrados Generalizados (GLS) para dados em painel (BECK; KATZ, 1995; FÁVERO; BELFIORE, 2015). Para a variável *dummy* CAPSUB foi empregado o método Logit binário com correção robusta de White para ajuste dos coeficientes beta (correção e tratamento da heterocedasticidade e autocorrelação).

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. O teste de Breusch-Godfrey LM (BG/LM) apresentou resultado de *p-value* de 0,00 não sendo possível rejeitar a hipótese nula de inexistência de autocorrelação. Os testes de Wooldridge, White e Breusch-Pagan/Cook-Weisberg (BC/CW), apresentaram resultados, em sua maioria, que rejeitaram a hipótese nula (*p-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 e da correção robusta de White escolhidos se mostram apropriados para a sua resolução e ajuste dos coeficientes beta perante a existência de autocorrelação e heterocedasticidade em modelos longitudinais (BECK; KATZ, 1995; FÁVERO; BELFIORE, 2015).

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). O emprego de tais métodos permite a geração de resultados confiáveis mediante a presença de homoscedasticidade, e sem autocorrelação (FÁVERO; BELFIORE, 2015).

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

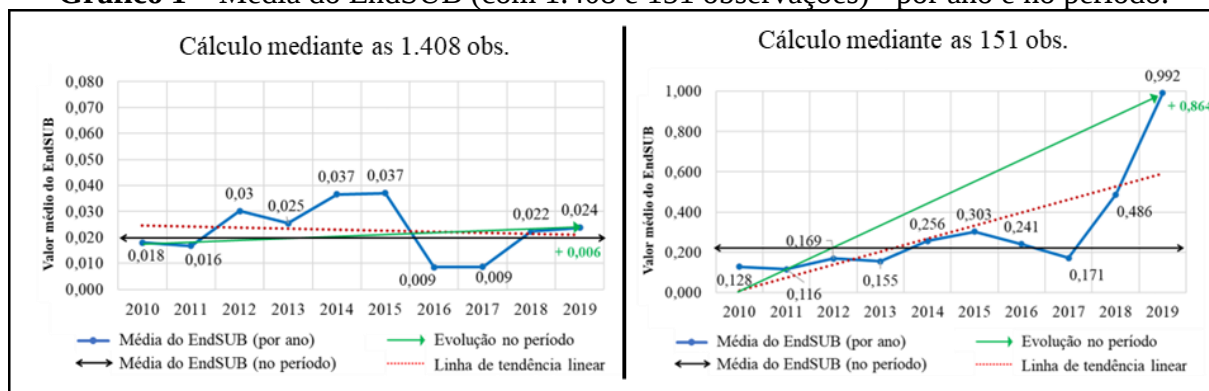
Percebeu-se que ao longo do período houve um incremento de 33,33% no nível do EndSUB (2019 com 0,024 versus 2010 com 0,018). Observou-se, ainda, que a evolução da média do EndSUB apresenta oscilações em seus valores, com destaque para o ano de 2016 e 2017, nos quais percebeu-se uma queda brusca a qual foi parcialmente revertida em 2018.

Em 2018 e 2019, observou-se valores de EndSUB acima de 1 (um). 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 Bolsonaro, assim como em 2018 também foram realizadas as eleições para governador e deputado federal, sendo que as pesquisas de Sztutman e Aldrighi (2012), 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.

Tendo em vista que das 1.408 observações para o EndSUB somente 151 apresentam valores diferentes de zero, procedeu-se um ajuste no cálculo da média, desvio padrão e coeficiente de variação para o período, levando em consideração somente essas 151 e, portanto, retirando o viés do quantitativo de observações com valor zero. O Gráfico 1 apresenta a média do EndSub, tanto com base nas 1.408 observações como nas 151.

Gráfico 1 – Média do EndSUB (com 1.408 e 151 observações) - por ano e no período.



Fonte: Elaborado pelos autores (2022).

Com base no Gráfico 1, observou-se uma nítida diferença entre os valores das médias, sendo a nova média para o período de EndSUB de 0,21. Com base no Gráfico 1 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), 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 pregressos. 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 analisa 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 1 com a evolução do quantitativo de captações e do volume financeiro das captações de dívida subsidiada por ano e em todo o período.

Tabela 1 - Evolução do quantitativo e volume das 151 captações de dívida subsidiada (CAPSUB) - por ano e no período.

	Nº de Captações	% ¹	A.V. ²	A.V. ³	Volume ⁴	% ⁵	A.V.% ²	A.V. ³
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%
Total	151	100%			226.323.757,03	100%		
$\bar{x}$ por ano	15,10				22.632.375,18			
S por ano	8,80				15.182.319,18			
CV por ano	0,58				0,67			

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

Fonte: Elaborado pelos autores (2022).

Observa-se, com base no exposto na Tabela 1 que o BNDES realizou 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 1), 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).

O ano de 2012 foi o que apresentou o maior número de cessões e volume de capital subsidiado, 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%).

Visando analisar o EndSUB em paralelo com o quantitativo de captações (CAPSUB) com o número de acionistas controladores, elaborou-se a Tabela 2, a seguir.

Tabela 2 – Paralelo entre os 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)	
Nº de observações	563		245		154		73		53		320	
$\bar{x}$ de ações do(s) acionista(s) controlador(es)	0,65		0,59		0,55		0,54		0,52		-	
Mínimo	0,50		0,25		0,20		0,14		0,14		0,00	
$\bar{x}$ do EndSUB	0,04*	0,22**	0,01*	0,21**	0,00*	0,09**	0,01*	0,11**	0,01*	0,29**	0,02*	0,23**
Quant. de CAPSUB	90	59,60%	18	11,92%	7	4,64%	8	5,30%	3	1,99%	25	16,56%
	178.111.672,40		21.177.411,38		543.834,00		6.856.512,08		3.495.784,69		16.138.542,49	

Volume de dívida subsidiada***	78,70%	9,36%	0,24%	3,03%	1,54%	7,13%
---------------------------------------	--------	-------	-------	-------	-------	-------

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\$\$. A+B+C+ D+E+ F = 1.408 observações.

Fonte: Elaborado pelos autores (2022).

Com base na Tabela 2 percebe-se uma oscilação, seja no nível de endividamento, como no número de captações e no volume financeiro de crédito subsidiado cedido pelo BNDES às empresas. Há fortes indícios 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.

Os resultados das estimações encontram-se na Tabela 3, que devido seu tamanho está exposta na próxima página. Percebe-se nos resultados da Tabela 3 que os resultados sobre a concentração de propriedade e o EndSub, apresentam de forma consolidada uma relação em formato de U, indicando a existência de um ponto de inversão do sinal dessa relação: o ponto de vértice. As características de vantagem no custo de capital da dívida subsidiada, assim como o desenvolvimento social e regional, e de fomento às atividades que carecem de suporte creditício no sistema financeiro privado (MUSACCHIO; LAZZARINI; AGUILERA, 2015), faz com que a dívida subsidiada torne-se uma alternativa para contornar o custo de transação mediante os elevados juros cobrados pelos credores de instituições financeiras privadas, o que pode justificar o aumento do endividamento subsidiado em altos níveis de concentração de propriedade. 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).

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 reduzir o uso de fluxo de caixa livre pelos gestores, pois devido a diferença de ações ordinárias (ON) e preferenciais (PN), o acionista controlador pode optar por reter recursos na empresa os quais não são prioritariamente empregados na distribuição de dividendos ou investimentos, mas direcionados para o pagamento de dívidas com terceiros, reduzindo o orçamento a disposição da gestão e servindo como mecanismo para alinhar os interesses da gestão e dos detentores do controle. A elevada concentração de propriedade também pode inibir a emissões de ações para captação de recursos (para manutenção do poder do acionista controlador), assim como pode propiciar o uso de 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 órgão públicos (CARVALHO, 2014; CRISÓSTOMO; PINHEIRO; NAKAMURA, 2021; MARTINS; FAMÁ, 2012; SAITO; PADILHA, 2015; SILVA; KAYO; MARTELANC, 2020).

Tabela 3 – Resultados das estimações.

Y	Método GLS										Método I
	EndSUB					EndLP					
QGC	-0,013*	-0,013*	-0,013	-0,014*	-0,014*	-0,032***	-0,043***	-0,045***	-0,045***	-0,043***	-0,628
ConProp1	-0,065					-0,002					-2,487
ConProp1 ²	0,092**					-0,036					2,197
ConProp2		-0,084					0,144**				
ConProp2 ²		0,086*					-0,186***				
ConProp3			-0,093					0,175**			
ConProp3 ²			0,089*					-0,203***			
ConProp4				-0,090					0,198**		
ConProp4 ²				0,080					-0,215***		
ConProp5					-0,072					0,199**	
ConProp5 ²					0,065					-0,205***	
ROA	-0,062**	-0,064**	-0,066**	-0,067**	-0,067**	-0,090**	-0,097***	-0,094***	-0,093***	-0,092**	-2,652
Tang	0,0225	0,0231	0,0244	0,0254	0,026	0,240***	0,246***	0,243***	0,242***	0,241***	2,867***
Tam	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,019***	0,018***	0,018***	0,018***	0,018***	0,543***
α	0,016	0,033	0,038	0,041	0,036	-0,159***	-0,171***	-0,177***	-0,186***	-0,194***	-9,267***
Obs.	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.258
Prob > chi2	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Wald chi2	120,2	116,8	116,5	115,5	114,6	419,9	437,8	437,4	435,2	430,2	148
Log likelihood	1219	1217	1217	1216	1216	941,9	948,7	948,6	947,8	945,8	-315
Rho											0,41
Sigma_u											1,512
HL_(X ²)											57,35
Utest (t-value)	1,44	1,58	1,57	1,39	1,08	N/A	2,22**	2,41***	2,51***	2,42***	
Formato	U	U	U	U	U		∩	∩	∩	∩	
Ponto Extremo	0,35	0,48	0,52	0,55	0,55		0,38	0,43	0,46	0,48	

Nota: ^A: Todas as estimações foram controladas com *dummy* de ano e *dummy* de setor de atividade econômica. Estimações homogeneas. * significante a 5%; *** significante a 1%. Utest: H0: curva em formato de U (*p-value* > 0,05); H1: curva em formato de U invertido (*p-value* < 0,05). O comando *utest* não rejeita a hipótese nula de que a variável X que leva ao ponto máximo da variável Y. N/A: houve falha na aplicação do teste para refutar a H0. O comando *utest* não rejeita a hipótese nula de que a variável X que leva ao ponto máximo da variável Y.

Fonte: Elaborado pelos autores (2022).

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; KAYO; MARTELANC, 2020).

Reforçando essa proposta, 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.

Os resultados contidos na Tabela 3 indicam que a Governança Corporativa apresenta efeito negativo, seja para o endividamento subsidiado (EndSUB) como para o endividamento de longo prazo (EndLP). Este resultado indica que melhor adoção de práticas de Governança Corporativa, ao contrário do esperado, contribui para a redução do endividamento subsidiado e de longo prazo das empresas brasileiras, contrariamente ao esperado (Hipótese 2). Há resultado anterior neste mesmo sentido que identificou uma relação negativa entre a dívida subsidiada e a Governança Corporativa, usando-se como proxy a pertinência a segmento diferenciado de negociação B3 e encontrando-se que empresas do mercado tradicional da B3 captam mais volume de dívida subsidiada que aquelas de segmentos diferenciados de Governança Corporativa B3 (PINHEIRO *et al*, 2017).

Os achados obtidos de que empresa com melhor governança corporativa (QGC = *dummy* para participação no Novo Mercado B3) é um indicativo de um sistema de governança mais robusto não está sendo relevante para o processo de análise de crédito pelos bancos de desenvolvimento no sentido contrário ao esperado. 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 (BNDES, 2021a; SIQUEIRA, 2019).

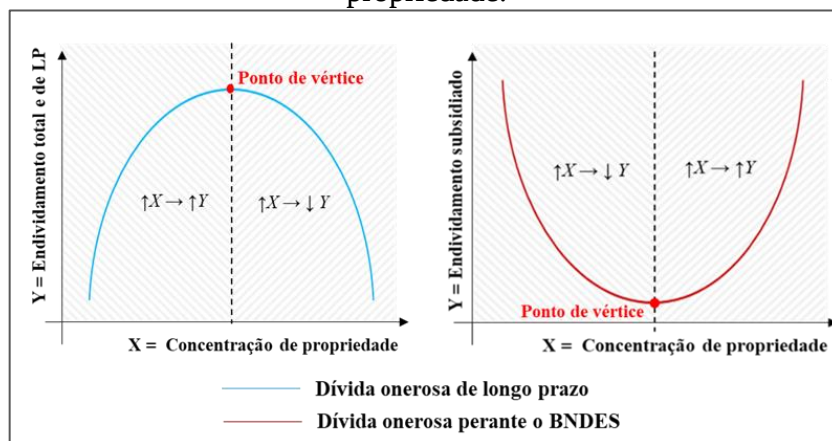
Este resultado, contrário ao esperado, pode estar relacionada com o fato de que o alinhamento das empresas com esses princípios pode permitir que o credor, e órgãos de controle, como os Tribunais de Contas, que devem zelar pelo bom uso de recursos públicos tomados por qualquer pessoa (física ou jurídica), 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 e 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).

Os resultados da Tabela 3 indicam 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.

Uma sugestão de explicação, mediante o escasso arcabouço de estudos pregressos que trataram a temática, é de que a existência de um 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, escudo de contenção para a realização do risco moral e exercício da corrupção nas empresas (IBGC, 2018).

Para ilustrar a diferença entre o que foi hipotetizado e o resultado obtido, elaborou-se o Gráfico 2, no qual evidencia-se que a adoção de práticas de GC podem fornecer uma vantagem competitiva para a empresa em termos de diversificação das opções de financiamento e consequente redução do custo de capital (DETTAMRONG, CHANCHARAT; VITHESSONTHI, 2017).

Gráfico 2 – Comparativo entre a relação do EndSUB e do EndLP com a concentração de propriedade.



Fonte: Elaborado pelos autores (2022).

A 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).

A relação do Tam e da Tang para com o EndLP e CAPSUB, apresentou-se condizendo com a literatura (CHANG; CHOU; HUANG, 2014; PINHEIRO *et. al* 2017; TRISTÃO; SONZA, 2019), indicando que empresas com maior porte e com estrutura de ativos mais tangíveis podem apresentar um nível maior de endividamento, elevando assim riscos de falência, de inadimplência.

5 CONCLUSÕES

Este trabalho logrou êxito em responder à questão problema: **qual a influência das práticas de Governança Corporativa e do nível de concentração de propriedade sobre a captação de dívida subsidiada das empresas brasileiras?** e o objetivo geral de investigar a influência as práticas de Governança Corporativa e o nível de concentração de propriedade

sobre a captação de dívida subsidiada das empresas brasileiras. Apesar desse êxito não se pode confirmar as hipóteses de pesquisas 1 e 2, o que de fato enriqueceu a discussão e permitiu um novo olhar sobre as temáticas.

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. 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 potencial uso de conexões políticas, o que é fator característico no Brasil, segundo Carvalho (2014) e Silva, Kayo, Martelanc (2020). Este “escudo” pode estar funcionando em prol dos direitos dos acionistas minoritários, redução do conflito do tipo principal-principal, reduzindo assim o endividamento como forma de contenção dos efeitos de expropriação.

A contradição de resultados obtidos - GC reduzindo o endividamento ao passo que obteve-se também resultados da maior concentração de propriedade elevando o endividamento subsidiado - pode ter como explicação que a maior qualidade do sistema de GC pode atuar na redução do risco de associação da imagem das empresas com elevada concentração de propriedade, sendo esse um fator propício à expropriação de riqueza dos acionistas minoritários, assim como de maior risco para *stakeholders* (credores e potenciais investidores).

Além disso a GC pode estar atuando para reduzir os riscos que o mercado possa identificar de que os acionistas com maior direito a voto detenham proximidade de atores políticos, influenciando o uso da dívida subsidiada, o que sinalizaria ao mercado maiores chances de expropriação e envolvimento em escândalos empresariais, cerceamento dos direitos dos acionistas minoritários, e do nexo de conexões contratuais, o que pode comprometer o andamento e sucesso de suas operações e retornos futuros esperados pelos investidores mediante o financiamento de projetos. Dessa forma, a contrariedade dos resultados obtidos para a GC e concentração de propriedade reforça a atuação do sistema de GC em prol de sinalizar ao mercado a existência de mecanismos para a redução dos efeitos danosos potenciais oriundos da alta concentração de propriedade.

Esta pesquisa apresenta uma inovadora e relevante contribuição referente a influência da concentração de propriedade para com a dívida subsidiada, a qual se apresentou de forma contrária a totalidade da dívida de longo prazo das empresas. Os resultados indicam que a faixa de concentração de propriedade na qual há mudança da influência da alta concentração de propriedade encontra-se entre 0,38 (1º e 2º maiores acionistas) à 0,48 (1º aos 5º maiores acionistas) do percentual de ações com direito a voto, sendo assim, um perfil de nível de concentração de propriedade que pode ensejar a elevação do uso da dívida subsidiada.

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, havendo inicialmente, no caso da dívida subsidiada, o efeito do alinhamento, no qual há a convergência de objetivos da gestão e acionistas, e posteriormente, na faixa indicada, o efeito passa a ser o de substituição, no qual o acionista controlador atua exercendo o monitoramento em substituição ao conselho de administração, direcionando ao aumento do endividamento em prioridade ao uso de fluxo de caixa livre ou emissão de ações, direcionando assim decisões de financiamento alinhadas mais a teoria *trade off* do que à teoria *pecking order*.

Levando em consideração o contexto brasileiro, e os escassos trabalhos como os de Carvalho (2014) e Silva, Kayo, Martelanc (2020), que de forma paralela se relacionam com as temáticas investigadas por esta pesquisa, pode-se considerar a existência de conexões políticas no uso da dívida subsidiada, ou seja, que devido a posição do acionista entrincheirado cria-se um ambiente propício para a expropriação, sendo os benefícios: a manutenção de relações contratuais importantes, como o acesso a participação em licitações, evitar sanções, conseguir

vantagens competitivas para a empresa na redução do seu custo de capital, restrição de informações e gerenciamento de resultados.

Esta pesquisa contribui para preencher essa lacuna de pesquisa e orientar pesquisas futuras a explorar outros fatores que possam explicar ou confirmar os resultados e a discussão empírica teórica aqui proposta. Por isso, sugere-se, mediante o escasso arcabouço teórico que investiga a alta concentração de propriedade com o endividamento subsidiado, que sejam as pesquisas futuras alcancem outras temáticas, extrapolando inclusive o campo das finanças e adentrando a ceiras como aspectos institucionais e comportamentais, o que pode alavancar a compreensão dos fatores que influenciam o endividamento subsidiado.

Como limitações, esta 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.

Como sugestão de pesquisa, tem-se o uso de mais variáveis explicativas em futuros modelos econométricos a fim de retirar do termo de erro fatores que podem aclarar o porquê da concentração de propriedade apresentar um relação distinta com a dívida subsidiada, a exemplo: variável de regiões, período eleitoral, conexões políticas dos membros do conselho de administração etc.

REFERÊNCIAS

ANBIMA. **Guia ASG**: Incorporação dos aspectos ASG nas análises de investimento. São Paulo: ANBIMA, 2020.

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

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.

BNDES. Análise socioambiental. **Metodologia de Avaliação de Empresas – avaliação do capital social e ambiental**. 2021a. Acesso em: 06 de out. de 2021. Disponível em: encurtador.com.br/wF278

BNDES. Atuação Socioambiental. **BNDES cria estrutura para emissão de bônus verdes, sociais e sustentáveis, com o apoio do BID**. 2021b. Acesso em: 06 de out. de 2021. Disponível em: encurtador.com.br/aiyG2

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.

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.

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.

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.

- 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. 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.
- 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.
- DETHAMRONGA, 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.
- 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.
- FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P. **Análise de dados: técnicas multivariadas exploratórias com SPSS e STATA**. 1. Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015.
- 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.
- IBGC. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5. ed. São Paulo, SP: IBGC, 2018.
- 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.
- 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.
- 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.
- MARTINS, A. I.; FAMÁ, R. O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos? **RAE**, São Paulo, v. 52, n. 1, p. 24-39, jan/fev. 2012.
- 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.
- 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.
- 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.

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.

SAITO, R.; PADILHA, M. T. V. Por que as empresas fecham o capital no Brasil?. **Revista Brasileira de Finanças**, [S. l.], v. 13, n. 2, p. 200-250, 2015.

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.

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, 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.

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.

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.

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.

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. Acesso em: 01 mar. 2020.

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. Acesso em: 20 de setembro 2021.

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.?, p. 97-104, 2016.

TORRES FILHO, E. T.; DA COSTA, F. N. **Financiamento de longo prazo no brasil: um mercado em transformação**. Brasília: Rio de Janeiro: IPEA, 2013.

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

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.