



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

## **O perfil da estrutura de capital, da concentração de propriedade e da governança corporativa das empresas brasileiras.**

**THICIA STELA LIMA SAMPAIO**

UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ (UFC)

**RUBENS CARLOS RODRIGUES**

UNIVERSIDADE DE FORTALEZA (UNIFOR)

**ALAN BANDEIRA PINHEIRO**

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ (UFPR)

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.

# O PERFIL DA ESTRUTURA DE CAPITAL, DA CONCENTRAÇÃO DE PROPRIEDADE E DA GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS EMPRESAS BRASILEIRAS

## 1 INTRODUÇÃO

A estrutura de capital guarda uma estreita relação com a política de financiamento, e com a política de investimento, refletindo a diversidade de dívidas da empresa, expondo ao mercado a situação e o nível de endividamento das empresas. Destarte, 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. 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 Teoria da agência de Jensen e Meckling (1976) torna-se o elo que une os temas de estrutura de capital (EC), estrutura de propriedade (EP) e Governança Corporativa (GC) mediante a identificação dos conflitos de agência entre principal-gestor, empresa-credores e principal-principal e a sugestão e o desenvolvimento de mecanismos capazes de mitigar esses conflitos, sendo considerado a restrição orçamentária, o monitoramento como exemplos a serem empregados para esse fim (IBGC, 2018).

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, e considerando que o contexto brasileiro é de uma economia emergente com oscilações cíclicas, com emprego de altas taxas de juros, no qual as pesquisas identificam uma concentração de propriedade (CRISÓSTOMO, BRANDÃO, LÓPEZ-ITURRIAGA, 2020; CAIXE; KRAUTER, 2013; PRAZERES *et al.*, 2018), uma avanço das práticas de GC, mas de forma ainda voluntária (FONSECA, SILVEIRA; HIRATUKA; 2016; MAPURUNGA; PONTE; OLIVEIRA, 2015; PEIZHI; RAMZAN, 2020), e que há uma restrição na oferta de crédito elevando a importância e uso do crédito subsidiado (CRISÓSTOMO; PINHEIRO; NAKAMURA, 2020; PINHEIRO *et al.*, 2017; PÓVOA; NAKAMURA, 2014, 2015), esta pesquisa visa responder a seguinte questão problema: **qual o perfil das empresas brasileiras quanto à estrutura de capital, concentração de propriedade e governança corporativa?** Esta pesquisa tem como objetivo geral: descrever o perfil das empresas brasileiras quanto à estrutura de capital, concentração de propriedade e governança corporativa.

Esta pesquisa se diferencia e se justifica por utilizar um índice de práticas de GC e sete dimensões da GC, e não somente a análise de práticas específicas de GC. Ademais, explora-se a concentração de propriedade detida entre o primeiro até o quinto maior acionista, além de descrever o endividamento total - de longo prazo, de curto prazo, e subsidiado - a captação de dívida subsidiada e o volume desse tipo de dívida em uma amostra financeiramente relevante de 148 empresas atuantes na B3, no período de 2010 a 2019, com 1.408 observações.

Como contributo, inova ao propor a identificação de um perfil, assim como atualiza pesquisas que em separado geraram informações acerca da estrutura de capital, governança corporativa e concentração de propriedade das empresas brasileiras, de relevante atuação no mercado de capitais nacional, em características sobre a EP, focando na concentração de propriedade, na GC e EC, sendo perceptível a identificação de que ao longo do tempo há um amadurecimento do contexto brasileiro acerca da maior adoção de práticas de GC, e dispersão da propriedade e uma manutenção devido a pequena oscilação, dos níveis de endividamento e da relevância da dívida subsidiada para suprir carências creditícias existentes.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

## 2.1 Estrutura de propriedade (EP)

Segundo a teoria dos *shareholders*, apresentada por Friedman (1976), a firma como um negócio tem uma responsabilidade social com a alocação de recursos, sendo esta realizada na busca da obtenção de lucros, e fica a encargo dos gestores contratados pelos proprietários a obrigação contratual de perseguir esse objetivo. Essa contratação passa a existir a partir da separação da propriedade e gestão, entretanto esta separação resulta em alterações na formação e características do controle das firmas, ou seja, na sua estruturada de propriedade.

A partir do momento que as empresas tem suas ações ofertadas em bolsas de valores o alcance de pessoas que podem vir a ter uma participação acionária na empresa cresce abruptamente, podendo estes novos acionistas serem outras empresas, pessoas físicas, fundos de investimento (chamados institucionais), o próprio governo, instituições financeiras, credores diversos, podendo estes serem nativos do país da firma ou estrangeiros, além da possibilidade de executivos e funcionários da firma deterem participação acionária. Essa variedade e à medida que cada um desses acionistas detém de propriedade cria um mix que vem a constituir sua estrutura de propriedade.

O controle é obtido através da aquisição e manutenção de ações ordinárias, as quais fornecem o direito ao voto àquele(s) que concentram a maioria das ações com direito a voto, conferindo-lhes poder nas decisões estratégicas da empresa. Os acionistas com ações sem direito a voto, as chamadas ações preferencias, 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 ordinárias (ON) e preferenciais (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, §º2, 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).

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* (CRISÓSTOMO, BRANDÃO, LÓPEZ-ITURRIAGA, 2020; JENSEN; MECKLING, 1976; YOUNG *et al.*, 2008).

Os principais efeitos da alta concentração de propriedade são (CAIXIE; KRAUTER, 2013; PRAZERES *et al.*, 2018):

- i) efeito da substituição: ocorre quando o exercício do monitoramento da gestão, *a priore* atribuído ao conselho de administração, via governança corporativa, assim como o alinhamento das partes interessadas e recebimento de seu benefício apropriado podem ser enfraquecidas ou até “usurpadas” pelo acionista controlador.
- ii) efeito do alinhamento;
- iii) efeito da expropriação: 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; LA PORTA *et al.*, 1999).
- iv) efeito do entrincheiramento: se apresenta como um “desequilíbrio” ou, uma disputa pelo exercício do poder, via controle, dentro da empresa. Portanto, a expressão reflete a ideia do acionista controlador entrincheirado pelos seus

direitos de voto, em uma posição protegida, de maior resistência, em comparação aos demais.

Jensen e Meckling (1976) identificaram que a dispersão da propriedade 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, e podem afetar a EC 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.

## **2.2 Governança corporativa (GC)**

Pode-se conceituar a GC 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. No Brasil, a GC 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).

Atualmente, as boas práticas de GC estão frequentemente elencadas em códigos de boas práticas de GC, como também em instrumentos legais/normativos em muitos países. No Brasil, o grande conjunto de práticas de GC é de caráter voluntário, havendo algumas práticas obrigatórias previstas na legislação societária (Lei 6.404/76) (BRASIL, 2001).

O Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC (Código do IBGC), foi organizado em torno de seis dimensões da GC, 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 essas dimensões, o Código do IBGC dispõe de 420 práticas segregadas 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).

Alguns trabalhos encontraram resultados no sentido de que um conjunto de boas práticas de GC 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 (FONSECA, SILVEIRA; HIRATUKA; 2016; MAPURUNGA; PONTE; OLIVEIRA, 2015; PEIZHI; RAMZAN, 2020; PINHEIRO *et al.*, 2017).

## **2.3 Estrutura de capital (EC)**

A estrutura de capital guarda uma estreita relação com a política de financiamento e 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, e que por sua vez afetam a estrutura de capital (HARRIS; RAVIV, 1991; SAMPAIO *et al.*, 2020).

Posteriormente à pesquisa de Modigliani e Miller (1958) sobre a irrelevância da EC para o valor da empresa, 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).

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.

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Esta pesquisa enquadra-se como descritiva, exploratória sob abordagem quali-quantitativa, com uso de análise documental, bibliográfica e estatística descritiva (GIL, 2014). Os dados utilizados são do tipo secundários e foram coletados via Economática®, site da Comissão de Valores Mobiliários (Formulários de Referência) e site do BNDES.

A população é composta pelas empresas atuantes na Brasil Bolsa Balcão (B3), cujo critério de seleção da amostra foi o índice de liquidez das ações negociadas em bolsa (linha de corte de no mínimo 10% de liquidez das ações para todos os anos do período, similar ao critério empregado por Brandão e Crisóstomo (2015)). A amostra final é composta de 148 empresas e representa 31,02% da população em fevereiro de 2022.

O período de dados coletados refere-se aos anos de 2010 a 2019 (dez anos), haja vista que 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. Os dados foram organizados em planilhas eletrônicas e para as estatísticas empregou-se o Stata®, versão 15.

Procedeu-se a realização agrupamentos das empresas por: a) nível de GC (listagens diferenciadas de GC da B3: Novo Mercado (NM); Nível 2 de GC (N2); Nível 1 de GC (N1); Tradicional – fora de qualquer uma das listagens diferenciadas de GC da B3) e b) quantitativo de acionistas controladores. Foram calculadas as frequências relativas e absolutas, média, mediana, desvio padrão, coeficiente de variação, e identificação dos valores máximos e mínimos, análises comparativas entre grupos com realização de teste de ANOVA *one-way* nos casos pertinentes para significância estatística da diferença de médias entre grupos, com concomitante realização do teste de Bartlett para significância das diferenças de variâncias.

Para representar a concentração de propriedade calculou-se a soma sequencial dos votos sob a posse do primeiro ao quinto maior acionista, sendo essa soma sequencial representada pelos termos: ConProp1, ConProp2, ConProp3, ConProp4 e ConProp5. Esse *framework* de cálculo já empregado nas pesquisas de Crisóstomo e Pinheiro (2015) e Crisóstomo, Pinheiro e Nakamura (2020) possibilitará que seja analisada a concentração de propriedade em posse dos primeiros cinco maiores acionistas das empresas brasileiras.

**Quadro 1 – Práticas de Governança Corporativa que compõem o IGC.**

Nº	Operacionalização
1	Ações ordinárias / total de ações
2	Empresas apenas com ações ordinárias: pleno (1,0); restrito (0,5); sem direito (0,0) Empresas com ações ordinárias e preferenciais: média da pontuação de cada classe de ações.
3	Empresas apenas com ações ordinárias: <i>tag along</i> de ações ordinárias Empresas com ações ordinárias e preferenciais: média de <i>tag along</i> de cada classe de ações
4	Ações em circulação / total de ações
5	Mecanismos que possibilitem a inclusão de propostas de acionistas na pauta do dia: Sim (0,25) Não (0,00)
	Transmissão eletrônica da assembleia geral ordinária: Sim (0,25); Não (0,00)
	Prazo mínimo de convocação para a assembleia geral ordinária de 30 dias: Sim (0,25); Não (0,00)

	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	Prazo de mandato do conselho de administração até 2 anos (1,00); Mais de 2 anos (0,00)
7	O CA não percebe parte da remuneração atrelada a objetivos de curto prazo: Sim (1,00); Não (0,00)
8	Presença de comitê de auditoria e/ou remuneração e /ou governança e/ou similar: Sim (1,00); Não (0,00)
9	Existe mecanismos formais de avaliação do CA e/ou seus membros Sim (1,00) Não (0,00)
10	Se o CA é composto por 5 a 11 membros efetivos: Sim (1,00) Não (0,00)
11	Nº de conselheiros externos / total de conselheiros
12	Nº de conselheiros independentes / total de conselheiros
13	Segregação das funções de presidente do conselho de administração e diretor-presidente Sim (1); não (0)
14	Nº de conselheiros minoritários / total de conselheiros
15	Nº de mulheres no conselho / total de conselheiros
16	O membro de administração não tem membros suplentes: Sim (1); não (0)
17	Prazo de mandato da diretoria executiva: Até 2 anos (1,00); Mais de 2 anos (0,00)
18	A diretoria executiva percebe parte da remuneração atrelada aos resultados da empresa: Sim (1); Não (0)
19	A diretoria executiva percebe parte da remuneração baseada em ações: Sim (1); Não (0)
20	Existe mecanismos formais de avaliação da diretoria executiva e/ou seus membros: Sim (1); Não (0)
21	Nº de mulheres na diretoria / total de diretores executivos
22	O conselho fiscal está instalado: Sim (1); Não (0)
23	Nº de membros minoritários do conselho fiscal / total de conselheiros do conselho fiscal
24	Comitê de auditoria instalado: Sim (1); Não (0)
25	Nº de membros independentes / total de membros no comitê de auditoria
26	A empresa tem e divulga código de conduta: Sim (0,20); Não (0,00)
	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)
	A empresa tem e divulga política de negociação de ações: Sim (0,20); Não (0,00)
	A empresa tem e divulga política de gerenciamento de riscos: Sim (0,20); Não (0,00)
27	A empresa divulga em seu <i>site</i> relatório de sustentabilidade ou similar: Sim (0,50); Não (0,00)
	A empresa divulga indicadores de desempenho não contábeis: Sim (0,25); Não (0,00)
	A empresa divulga projeções acerca do seu desempenho futuro: Sim (0,25); Não (0,00)
28	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)

Fonte: Elaborado pelos autores (2022), adaptado de Brandão e Crisóstomo (2015).

A GC foi analisada mediante o uso de um amplo índice de GC, denominado IGC e segue o *framework* do índice de Brandão e Crisóstomo (2015). Esse índice contempla ao todo 28 práticas, sendo algumas dessas compostas de subpráticas o que eleva esse rol para 41 práticas. O IGC, com as suas sete dimensões, foi relativizado pelos números de práticas que os compõem, sendo assim o valor máximo e mínimo para cada um desses de 1 a 0. Os quadros 1 e 2 explanam as práticas, seu cálculo e as práticas que compõem cada uma das dimensões.

**Quadro 2 – Dimensões das práticas de GC que compõem o IGC.**

Nome	Sigla	Contempla práticas de GC referente a dimensão	Composição	Pontuação máx. possível	
			Nº das práticas	Soma	Após divisão pela quant. de práticas
Dimensão 1	D1	Direitos das ações e Circulação de ações	1 a 4	4	1
Dimensão 2	D2	Assembleia Geral Ordinária	5	1	1
Dimensão 3	D3	Estrutura do Conselho de Administração	6 a 10	5	1
Dimensão 4	D4	Composição do conselho de administração	11 a 16	6	1
Dimensão 5	D5	Diretoria executiva	17 a 21	5	1
Dimensão 6	D6	Fiscalização e controle	22 a 25	4	1
Dimensão 7	D7	Transparência	26 a 28	3	1
<b>Total (IGC)</b>				<b>28</b>	<b>1</b>

Fonte: Elaborado pelos autores (2022).

A metodologia empregada na composição dos itens do passivo das empresas que irão compor o endividamento oneroso (estrutura de capital) é a mesma aplicada por Pinheiro *et al.*

(2017), o qual obteve o endividamento oneroso mediante a soma dos valores (financiamentos, empréstimos, arrendamentos e debêntures (privados e públicos), relativizado pelo ativo total. Dessa forma analisou-se o nível de endividamento total (EndTOTAL), de longo prazo (EndLP), de curto prazo (EndCP). Analisou-se também o endividamento subsidiado o qual foi calculado mediante o total captado no ano pela empresa relativizado pelo seu ativo total (EndSUB). Além disso analisou-se se a empresa em cada ano analisado captou dívida subsidiada por meio de uma *dummy* (se captou = 1; se não captou = 0), a esta variável atribui-se a sigla CAPSUB.

#### 4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

A Tabela 1 apresenta um compilado das estatísticas descritivas dos principais elementos analisados no período.

**Tabela 1** – Compilado das principais estatísticas descritivas das variáveis analisadas.

	$\bar{x}$	Mediana	S	CV	Mínimo	Máximo
EndTOTAL	0,21	0,20	0,17	0,81	0,00	0,73
EndLP	0,15	0,12	0,14	0,94	0,00	0,68
EndCP	0,06	0,04	0,07	1,19	0,00	0,40
EndSUB*	0,02	0,00	0,11	4,61	0,00	1,43
EndSUB**	0,21	0,14	0,25	1,18	0,00	1,43
ConProp1	0,42	0,40	0,23	0,55	0,00	1,00
ConProp2	0,54	0,55	0,23	0,43	0,00	1,00
ConProp3	0,60	0,61	0,22	0,37	0,00	1,00
ConProp4	0,63	0,64	0,21	0,34	0,00	1,00
ConProp5	0,65	0,67	0,21	0,32	0,00	1,00
IGC	0,60	0,60	0,12	0,20	0,00	0,88

Fonte: Elaborado pelos autores (2022).

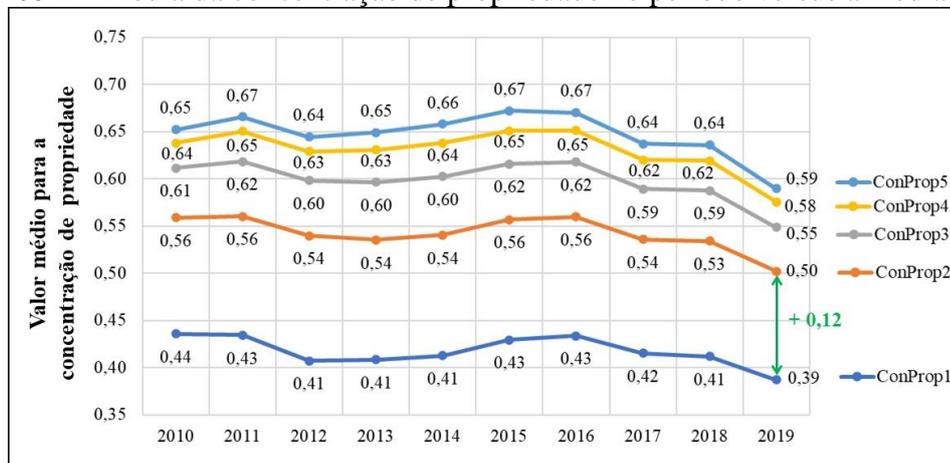
Nota: \* calculado com base nas 1.408 observações; \*\* calculado com base nas 151 observações que apresentaram captação de dívida subsidiada, corrigindo o viés devido ao grande número de observação do EndSUB sem presença de valor.

Com base na Tabela 1 foram geradas análises secundárias para cada uma das temáticas e posteriormente, foram realizadas análises em paralelo entre as temáticas conforme exposto nas próximas subseções.

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

O Gráfico 1 apresenta os valores das médias anuais e no período para as variáveis referente a concentração de propriedade das empresas brasileiras para analisar a evolução dos diferentes níveis de concentração de propriedade.

**Gráfico 1** – Média da concentração de propriedade no período versus a média anual.



Fonte: Elaborado pelos autores (2022).

Com base no Gráfico 1 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 1 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.

Comparativamente, os valores médios obtidos nesta pesquisa para a concentração de propriedade 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, 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.

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, 2022).

No que tange aos valores de desvio padrão e coeficiente de variação todas as variáveis para a concentração de propriedade apresentaram desvio padrão inferior à média anual, resultando em baixos coeficientes de variação, sendo a mediana para todas as variáveis muito próxima da média, divergindo para menos em no máximo 0,02 (Tabela 1). 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.

#### 4.2 Estatísticas descritivas das variáveis de governança corporativa

A fim de analisar a evolução dos valores médios obtidos ano a ano para o Índice de Governança Corporativa (IGC), elaborou-se o Gráfico 2, o qual apresenta, também, a evolução anual dos valores médios de cada uma das sete dimensões do IGC, segmentando assim os valores expressos na Tabela 1. Ressalta-se que cada dimensão, assim como o IGC, apresenta valores entre 0 e 1.

**Gráfico 2** – Média do IGC e suas sete dimensões - no período e por ano do período.



Fonte: Elaborado pelos autores (2022).

Nota: D1: Direitos das ações e Circulação de ações; D2: Assembleia Geral Ordinária; D3: Estrutura do Conselho de Administração; D4: Composição do conselho de administração; D5: Diretoria executiva; D6: Fiscalização e controle; D7: Transparência.

Com base no Gráfico 2, observa-se um incremento médio do IGC de 25,49% (um incremento de 0,13 pontos), o qual foi confirmado mediante linha de tendência linear realizada separadamente para essa variável. Esse achado é relevante, pois demonstra que ano a ano as empresas têm aderido às práticas de GC, e que mesmo com esse incremento na adesão das práticas, ainda há margem para uma melhoria.

Todas as dimensões apresentaram alta entre o início e fim do período analisado, com destaque para D2 (Assembleia Geral Ordinária) e D7 (Transparência). A partir do ano de 2017, pode-se observar um maior incremento em todos os subíndices, mas em menor intensidade nas dimensões D1 (Direitos das ações e Circulação de ações) e D3 (Estrutura do Conselho de Administração), o qual coincide com a revisão das práticas de GC elencadas pelo IBGC, assim como as novas exigências para participar dos segmentos diferenciados de GC da B3.

Analisando os valores do IGC, percebeu-se que houve empresas que não obtiveram nenhuma pontuação de práticas de GC, ao passo que as empresas com maior adoção de práticas de GC pontuaram até 0,88, e que nenhuma empresa conseguiu a pontuação máxima possível. 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. Esse comportamento ascendente também foi identificado para os valores médios anuais do IGC. A análise da variação absoluta e relativa no IGC e seus sete subíndices foi destacada na Tabela 2.

**Tabela 2** – Variação absoluta e relativa IGC e suas sete dimensões.

	x̄ dos valores para		Variação absoluta 2010 a 2019		Variação relativa 2010 a 2019	
	2010	2019	Δpts	Posição	Δ%	Posição
IGC	0,51	0,64	0,13	-	-	-

<b>D1</b>	0,66	0,81	0,16	3º	23,85%	4º
<b>D2</b>	0,16	0,40	0,24	1º	153,87%	1º
<b>D3</b>	0,67	0,73	0,06	6º	9,10%	6º
<b>D4</b>	0,50	0,57	0,07	5º	13,85%	5º
<b>D5</b>	0,60	0,65	0,05	7º	8,19%	7º
<b>D6</b>	0,29	0,43	0,14	4º	47,73%	2º
<b>D7</b>	0,58	0,79	0,20	2º	34,96%	3º

Fonte: Elaborado pelos autores (2022).

Nota: D1: Direitos das ações e Circulação de ações; D2: Assembleia Geral Ordinária; D3: Estrutura do Conselho de Administração; D4: Composição do conselho de administração; D5: Diretoria executiva; D6: Fiscalização e controle; D7: Transparência.

De acordo com o Gráfico 2 e a Tabela 2, observa-se que de 2010 para 2019 houve um incremento de 153,87% para a D2, e 47,43% para a D6, sinalizando que a adoção destas dimensões podem estar se apresentando como mais eficazes para mitigar os conflitos de agência e 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 as práticas analisadas nessas dimensões.

As dimensões com menor incremento no período foram a D3, com 9,10%, e D5, com 8,19%, podendo 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.

#### 4.3 Estatísticas descritivas das variáveis de estrutura de capital

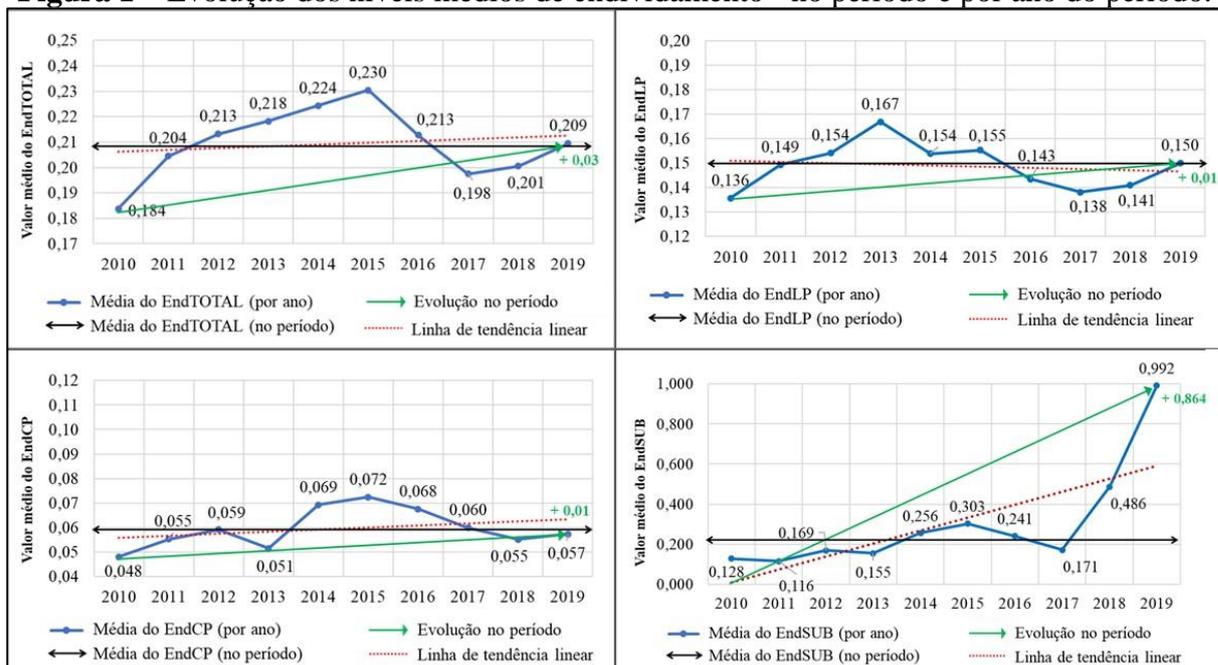
Com base na Figura 1 e Tabela 1 observa-se que a média do EndTOTAL pouco se alterou ao passar dos anos, em similaridade com os dados acerca do nível EndLP e de EndCP. O nível médio de EndLP apresenta uma amplitude que inicia em 0,136 e chega ao máximo de 0,167 no ano de 2013. De forma similar ao EndTOTAL, os valores do EndLP e de EndCP apresentaram 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.

Analisando o conjunto de dados que serviram de base para os resultados apresentados na Tabela 1, 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 do emprego desse tipo de dívida para resolução financeira de fatos pontuais. O nível médio de EndCP apresenta uma amplitude que inicia em 0,055 e chega ao máximo de 0,072.

A Figura 1, exposta na próxima página, ilustra a evolução da média ano a ano e no período para o EndTotal, EndLP, EndCP e EndSUB, sendo que para o EndSUB, do total das 1.408 observações, somente 151 apresentaram valor que identifica a existência de captação (CAPSUB), e para corrigir o viés que o volume de observações vazias estava gerando no cálculo da média desse indicador, os valores do EndSUB, consideram somente as 151 observações que identificaram captação.

Com base na Figura 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) 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. Todos as variáveis de endividamento apresentaram queda na média no período de 2016 e 2017 sendo observada uma retomada na ascensão desses valores a partir de 2018.

**Figura 1 – Evolução dos níveis médios de endividamento - no período e por ano do período.**



Fonte: Elaborado pelos autores (2022).

Em 2018 e 2019 o BNDES aprovou grandes cessões de crédito o que pode ser capturado por valores no conjunto de dados de EndSUB maiores que 1, ou seja, o total das cessões de crédito subsidiado foram maiores que o total de ativos da empresa. Destaque-se que o ano de 2018 foi de eleição presidencial, sendo 2019 o primeiro ano do mandato do presidente 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) e 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.

#### 4.4 Comparativo entre perfil da GC, concentração de propriedade e estrutura de capital

Comparou-se a evolução gráfica dos níveis médios de EndTOTAL, EndLP, EndCP e EndSUB com as pontuações médias anuais do IGC e percebeu-se que as variações anuais dos indicadores de endividamento 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, indicando 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.

Visando verificar se há algum indício de relação entre a adoção de práticas de GC com o endividamento subsidiado, elaborou-se a Tabela 3 para cada segmento diferenciado de GC.

**Tabela 3 – Endividamento nos diferentes níveis de GC da B3.**

	EndTOTAL	EndLP	EndCP	EndSUB	CAPSUB	Volume <sup>A</sup> U\$\$
	Valores médios				Valores absolutos	
Tradicional	0,26	0,19	0,06	0,03	35	63.615.021,82
N1	0,18	0,13	0,04	0,03	33	90.275.591,88
N2	0,25	0,19	0,06	0,04	10	25.485.491,52

NM	0,19	0,13	0,06	0,01	73	46.947.651,81
<b>Total</b>	<b>0,20</b>	<b>0,14</b>	<b>0,05</b>	<b>0,02</b>	<b>151</b>	<b>226.323.757,03</b>

Fonte: Elaborado pelos autores (2022).

Nota:<sup>A</sup>: Crédito cedido em capital subsidiado por ano, expressos em milhares de dólares ( $\div 1.000,00$ ).

Realizada ANOVA *one-way* com 3 graus de liberdade, obtendo para as variáveis EndtOTAL, EndLP, EndCP e EndSUB com Prob > F de 0,00. Realizado o teste de Bartlett, no qual rejeitou-se a H0 de que as variâncias são iguais com significância de 1%. CAPSUB é o total de captações de crédito subsidiado pelas empresas por segmento, sendo ao total do período 151 captações.

Com base na Tabela 3 percebe-se que as empresas que participam do NM foram as que mais captaram dívida subsidiada quando visto a quantidade de captações (73), 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, mas a média de volume financeiro por captação no N1 e N2 são muito próximas e expressivamente maiores que as médias de volume financeiro por captação do NM e Tradicional. Esses achados podem ser um indicativo que empresas entrantes nos níveis diferenciados de GC da B3 detenham mais oportunidades de crescimentos as quais podem estar sendo financiadas pelo BNDES haja vista o maior respaldo que a participação nesses segmentos lhes conferem, facilitando assim o acesso ao crédito. 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 GC 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 GC, 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.

No que tange a análise das variáveis de concentração de propriedade paralelamente aos níveis de GC da B3, elaborou-se a Tabela 4 com dados dos diferentes níveis de concentração de propriedade por agrupamento em listagem de GC da B3.

**Tabela 4 – Concentração média de propriedade nos diferentes níveis de GC da B3.**

	<b>ConProp1</b>	<b>ConProp2</b>	<b>ConProp3</b>	<b>ConProp4</b>	<b>ConProp5</b>
Tradicional	0,54	0,67	0,73	0,76	0,77
N1	0,62	0,78	0,82	0,85	0,86
N2	0,51	0,70	0,76	0,79	0,81
NM	0,34	0,45	0,51	0,55	0,57
<b>Total</b>	<b>0,41</b>	<b>0,54</b>	<b>0,59</b>	<b>0,63</b>	<b>0,64</b>

Fonte: Elaborado pelos autores (2022).

Nota: Realizada ANOVA *one-way* com 3 graus de liberdade, obtendo para as variáveis

ConProp1, ConProp2, ConProp3, ConProp4 e ConProp5 uma Prob > F de 0,00. Realizado o teste de Bartlett, no qual rejeitou-se a H0 de que as variâncias são iguais com significância de 5%.

Com base na Tabela 4, percebe-se que a maior concentração de propriedade se encontra no N1, sendo esta concentração maior que a observada no grupo Tradicional. Por sua vez, as menores médias de concentração de propriedade foram observadas no NM o que pode sinalizar que o maior nível de adoção de práticas de GC seja um mecanismo útil em prol da dispersão da propriedade assim como necessário para atenuar os conflitos principal-principal e principal-gestor resultando da maior dispersão, além de ser um indício de que estas empresas detenham uma maior atração dos investidores, o que favorece a dispersão da propriedade. Observa-se que entre os níveis N1, N2 e NM há uma ordem decrescente de concentração de propriedade, achado que se alinha com premissa teórica de que a maior dispersão da propriedade pode mitigar efeitos

de expropriação, substituição e entrincheiramento do acionista controlador, efeitos esses danosos para os *stakeholders*, principalmente para os acionistas minoritários.

Para proceder uma análise comparativa e em paralelo com o nível de concentração de propriedade, nível de adoção de práticas de GC via IGC, as sete dimensões do IGC, e nível de endividamento pelo quantitativo de acionistas controladores das empresas, elaborou-se a Tabela 5, que devido seu tamanho encontra-se apresentada na página seguinte.

De acordo com a Tabela 5 percebe-se a diluição da concentração de propriedade à medida que se insere um novo acionista controlador na estrutura de propriedade da empresa, sendo que a partir de cinco acionistas controladores a média de ações na posse desses é de 0,34, um pouco acima do mínimo de 25% de ações ON mais 1 voto estipulado na Lei das S/A para a identificação dos acionistas controladores. As empresas que apresentaram observações com 1 único acionista controlador totalizam 79 ao longo do período, e 115 empresas apresentaram observações com mais de 1 acionista controlador, o que indica que 33 das 79 empresas com um único acionista dispersaram seu controle, ou seja, 41,77%.

O IGC e as suas sete dimensões apresentaram valores ascendentes à medida que se insere um novo acionista controlador, o que corrobora a premissa teórica de que quando mais dispersa a propriedade maiores as chances da presença de conflitos de agência a serem mitigados pelo monitoramento, o qual é exercido via GC. A dimensão D1 referente aos direitos das ações foi a que apresentou maior oscilação à medida que o controle se dispersa, sendo esta diferença de 0,22 p.p. No outro extremo tem-se as dimensões D2 e D6 com apenas 0,02 p.p de oscilação, além disso, essas duas dimensões foram as que apresentaram menores valores médios, não ultrapassando o valor de 0,39 sendo o valor máximo possível para o IGC e de cada dimensão de 1, expondo a menor adesão de práticas pelas empresas nessas duas dimensões.

Acerca do nível de endividamento, nota-se na Tabela 5 que o nível médio de endividamento (EndLP, e EndSUB) não apresenta relevantes mudanças, com significância estatística mediante ANOVA *one-way*, 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.

Ao analisar os números de captações de dívida subsidiada (CAPSUB), percebe-se uma maior oscilação, seja no nível número de captações como no volume financeiro de crédito subsidiado cedido pelo BNDES às empresas. Há a presença de indicativos estatísticos, mediante ANOVA *one-way*, de que quanto maior a concentração de propriedade em um único acionista controlador, maior o 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% e 16,56%, respectivamente.

**Tabela 5** – Paralelo entre concentração de propriedade, GC e estrutura de capital.

	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 6 acionistas controladores (F)
$\bar{x}$ de ações do(s) acionista(s) controlador(es)	0,79	0,71	0,66	0,59	0,52	0,45
	ANOVA → SS: 40,50; MS: 8,10; F: 611,42; Prob > F de 0,000; teste de Bartlett Prob>ch					
$\bar{x}$ do IGC	0,57	0,60	0,59	0,59	0,61	0,61
	ANOVA → SS: 1,97; MS: 0,39; F: 44,28; Prob > F de 0,000; teste de Bartlett Prob>ch					
$\bar{x}$ do D1	0,68	0,77	0,80	0,80	0,84	0,84
	ANOVA → SS: 10,11; MS: 2,02; F: 81,47; Prob > F de 0,000; teste de Bartlett Prob>ch					
$\bar{x}$ do D2	0,22	0,23	0,20	0,21	0,17	0,17
	ANOVA → SS: 0,47; MS: 0,09; F: 3,95; Prob > F de 0,0015; teste de Bartlett Prob>ch					
$\bar{x}$ do D3	0,67	0,72	0,71	0,70	0,72	0,72
	ANOVA → SS: 0,98; MS: 0,19; F: 7,06; Prob > F de 0,000; teste de Bartlett Prob>ch					
$\bar{x}$ do D4	0,50	0,50	0,53	0,53	0,54	0,54
	ANOVA → SS: 2,69; MS: 0,53; F: 41,63; Prob > F de 0,000; teste de Bartlett Prob>ch					
$\bar{x}$ do D5	0,58	0,61	0,57	0,63	0,62	0,62
	ANOVA → SS: 3,16; MS: 0,63; F: 19,57; Prob > F de 0,000; teste de Bartlett Prob>ch					
$\bar{x}$ do D6	0,37	0,37	0,33	0,27	0,33	0,33
	ANOVA → SS: 1,17; MS: 0,23; F: 4,77; Prob > F de 0,000; teste de Bartlett Prob>ch					
$\bar{x}$ do D7	0,73	0,77	0,73	0,73	0,79	0,79
	ANOVA → SS: 1,27; MS: 0,25; F: 7,38; Prob > F de 0,000; teste de Bartlett Prob>ch					
$\bar{x}$ do EndTOTAL	0,21	0,20	0,17	0,24	0,21	0,21
	ANOVA → SS: 0,24; MS: 0,04; F: 1,72; Prob > F de 0,1261; teste de Bartlett Prob>ch					
$\bar{x}$ do EndLP	0,15	0,14	0,11	0,17	0,13	0,13
	ANOVA → SS: 0,22; MS: 0,04; F: 2,29; Prob > F de 0,0438; teste de Bartlett Prob>ch					
$\bar{x}$ do EndCP	0,05	0,06	0,05	0,06	0,07	0,07
	ANOVA → SS: 0,024; MS: 0,004; F: 0,96; Prob > F de 0,4395; teste de Bartlett Prob>ch					
$\bar{x}$ do EndSUB	0,03	0,01	0,004	0,01	0,01	0,01
	ANOVA → SS: 0,18; MS: 0,03; F: 3,33; Prob > F de 0,005; teste de Bartlett Prob>ch					
Volume de dívida subsidiada*	178.111.672,40	21.177.411,38	543.834,00	6.856.512,08	3.495.784,69	10.000.000,00
	78,70%	9,36%	0,24%	3,03%	1,54%	0,00%
	ANOVA → SS: 0,18; MS: 0,03; F: 3,33; Prob > F de 0,005; teste de Bartlett Prob>ch					

Fonte: Elaborado pelos autores (2022).

Nota: \* → valores em US\$. D1: Direitos das ações e Circulação de ações; D2: Assembleia Geral Ordinária; D3: Estrutura do Conselho de Administração; D4: Composição do conselho de administração; D5: Diretoria executiva; D6: Fiscalização e controle; D7: Transparência. Realizada a liberdade. Teste de Bartlett: H0 → variâncias iguais; HA → pelo menos dois fatores com variâncias diferentes.

## 5 CONCLUSÕES

Os principais achados desta pesquisa, no que tange a concentração de propriedade, demonstram que, apesar de não ser um valor expressivo, observa-se uma redução no perfil de concentração de propriedade das empresas brasileiras ano a ano e comparativamente a trabalhos pgressos. Este comportamento pode indicar o início de um movimento para redução da concentração de propriedade no contexto brasileiro, podendo 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.

Acerca do perfil da GC obteve-se dados que demonstram que as empresas de alto índice de liquidez das ações participam em sua maioria de algum nível diferenciado de GC, principalmente no NM. As empresas apresentam ascensão de adoção de práticas de GC, seja de forma geral, mediante o IGC, seja em cada uma das sete dimensões analisadas. A dimensão do direito das ações dos acionistas foi a que mais apresentou ascensão, sendo esse uma característica que pode ser consequência do movimento de menor concentração de propriedade, visando assim resguardar os direitos e riquezas dos acionistas minoritários e fortalecer o monitoramento.

Sobre o perfil da EC das empresas brasileiras, os resultados indicam que o endividamento se mostra com poucas oscilações em cenário de estabilidade corroborando Tristão e Sonza (2019) e Graham, Leary e Roberts (2015). Pôde-se identificar a relevância da dívida subsidiada perante a captação, o volume financeiro desprendido assim como que tanto empresas do mercado tradicional da B3 assim como as participantes dos segmentos diferenciados se utilizam desse tipo de dívida. Também foi identificado que empresas com maior concentração de propriedade utilizam mais a dívida subsidiada.

O perfil predominante identificado é de empresas com alta concentração de propriedade e com até cinco acionistas controladores, adoção de práticas de GC com maior foco nas práticas acerca dos direitos dos acionistas, transparência, estrutura do conselho de administração e diretoria executiva, com uma tendência à estabilidade da estrutura de capital ao longo do tempo com a presença da dívida subsidiada na sua composição, sendo esta a de maior oscilação e mais empregada por empresas com somente um acionista controlador.

Como sugestão tem-se o uso de modelos de análise inferencial com emprego de regressões que tratam problemas de heterocedasticidade, autocorrelação e endogeneidade, pois os fatores explicativos para as temáticas podem se sobrepor. O uso de variáveis que captam oscilações econômicas assim como políticas pode ser interessante para o contexto brasileiro, assim com a identificação de marcos legais relevantes para as empresas, seja esses emitidos pelo Estado, como alterações na Lei das S/A, ou mudança em regramentos emitidos pela CVM, B3 ou na política de cessão de crédito do BNDES.

## REFERÊNCIAS

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.

BACEN. Home. **Consulta de cotações e boletins**. 2022. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/historicocotacoes> Acesso em: 21 fev de 2022.

BERLE, A.; MEANS, G. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: Macmillan, 1932.

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.

B3. BDRs. **Brazilian Depositary Receipts – BDRs Patrocinados Níveis I, II e III**. 2022. 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.

- 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.
- 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.; 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.
- 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\\_2001/110303.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/110303.htm). Acesso em: 01 fev. 2022.
- 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.
- COSTA, A. P. P.; WOOD JÚNIOR, Thomaz. Fraudes corporativas. **Revista de Administração de Empresas**, [S. l.], v. 52, n. 4, p. 464-472, 2012.
- 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.
- 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 [...]** Cambridge: Universities-National Bureau, 1952. Disponível em: <https://www.nber.org/chapters/c4790.pdf>. Acesso em: 28 jan. 2020.
- 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.
- GIL, A. C. **Métodos e Técnicas de Pesquisa Social**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2014.
- GRAHAM, J. R.; LEARY, M. T.; ROBERTS, M. R. A century of capital structure: The leveraging of corporate America. **Journal of Financial Economics**, [S. l.], v. 118, n. 3, p. 658-683, 2015.
- HARRIS, M.; RAVIV, A. The Theory of Capital Structure. **The Journal of Finance**, [S. l.], v. 46, n. 1, p. 297-355, 1991.
- 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.
- IBGC. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5. ed. São Paulo, SP: IBGC, 2018.
- 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.
- 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.
- 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.

- 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.
- 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.
- MYERS, S. C. Determinants of corporate borrowing. **Journal of Financial Economics**, [S. l.], v. 5, n. 2, p.147-175, 1977.
- 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.
- 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.
- 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.
- 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.
- 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.
- 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.
- SZTUTMAN, A. M; ALDRIGHI, D. M. **Political connections and access to Brazilian Development Bank's loans**. São Paulo: FEA/USP, 2019. (Working paper series n° 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.
- TRISTAO, PÂMELA A.; SONZA, IGOR B. A estrutura de capital no brasil é estável? **RAM, Rev. Adm. Mackenzie**, São Paulo, v. 20, n. 4, p. 1-30, 2019.
- 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.
- 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.