

Trabalho de Conclusão de Curso (2024.3)

CUSTO DA DÍVIDA E CONCENTRAÇÃO DE PROPRIEDADE: UMA ANÁLISE COM EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO

Roanne Moreira de Queiroz¹
Kleber Formiga Miranda²

Resumo: O presente estudo tem como objetivo investigar a relação entre o custo da dívida e a concentração de propriedade das companhias abertas brasileiras listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3). A amostra incluiu 94 empresas, totalizando 357 observações, no período de 2020 a 2023, com procedimentos documentais e uma abordagem quantitativa. O custo da dívida foi coletado manualmente das notas explicativas das empresas, disponíveis no site de Dados Abertos da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), sendo obtido a partir do custo médio ponderado de capital de cada contrato. A plataforma Economática® também foi utilizada, identificando 16 setores econômicos, ações *free float* com direito a voto, giro do ativo, endividamento e tangibilidade. Assim, foi realizada uma análise exploratória de dados (*EDA – Exploratory Data Analysis*), com estatísticas descritivas divididas entre os períodos 2020-2023, Covid (2020-2021) e Pós-Covid (2022-2023), utilizando os Testes *T* e o *Mann-Whitney (MW)*. Os resultados apontam que o custo da dívida é influenciado pelo setor de atuação da empresa. No período Pós-Covid, observou-se que empresas mais eficientes e com menor concentração acionária apresentaram custos de dívida mais baixos em comparação com aquelas com maior concentração e menor eficiência operacional. Além disso, empresas com menor tangibilidade e menor concentração acionária apresentaram um custo da dívida mais elevado em relação às empresas com maior tangibilidade e maior concentração acionária. Durante o período da Covid, empresas com maior concentração acionária e maior endividamento tiveram um custo da dívida superior em relação às empresas com menor concentração acionária e menor endividamento.

Palavras-chave: Custo da dívida. Concentração de propriedade. Companhias Abertas.

1 INTRODUÇÃO

O processo de concessão de crédito por parte das instituições financeiras considera diversos fatores macroeconômicos. Quanto às análises existentes, os seis C's são uma das formas de avaliar o caráter, a capacidade, as condições, o capital, o colateral e o conglomerado dos clientes. Assim, essa análise permite detalhar o risco associado e influencia diretamente as condições e os custos do crédito oferecido. No entanto, o nível de concentração de propriedade surge como um fator adicional que pode afetar o custo da dívida, uma vez que este se refere ao custo associado à obtenção de empréstimos, financiamentos ou debêntures (Einsweiler; Moura; Kruger, 2020; Lucena Pinheiro; Mateus et al., 2023; Konraht; Camargo; Vicente, 2015).

A concentração de propriedade pode gerar conflitos de agência, afetando o custo da dívida, pois tanto o agente quanto o principal tendem a agir conforme seus próprios interesses. Assim, o aumento da concentração de propriedade reduz a necessidade de *covenants* contratuais, pois os acionistas majoritários exercem maior controle sobre as decisões gerenciais, reduzindo a percepção de risco associada à governança (Albanez; Schiozer, 2022; Jensen; Meckling, 1976).

¹ Bacharelando em Ciências Contábeis.

² Doutor (a) em Ciências Contábeis.

Por outro lado, em empresas de propriedade familiar, a governança não teve impacto na redução do custo da dívida. Esse resultado é justificado pelo fato de que, em empresas familiares, as decisões tendem a ser mais centralizadas. Portanto, surge a necessidade de expandir a pesquisa para incluir empresas mais maduras e analisar se esses efeitos permanecem constantes ou se há variações em diferentes contextos (Einsweiler; Moura; Kruger, 2020).

Nesse sentido, observou-se que o custo da dívida também pode ser influenciado por uma estrutura de propriedade desconcentrada, pois os credores percebem mais riscos, e os custos de agência e monitoramento aumentam para evitar a assimetria informacional entre as partes (Konraht; Camargo; Vicente, 2015).

Dessa forma, o presente estudo tem como questão central de pesquisa: **Qual a relação entre o custo da dívida e a concentração de propriedade das companhias abertas brasileiras no período de 2020 a 2023?** O objetivo deste trabalho é investigar a relação entre o custo da dívida e a concentração de propriedade das companhias abertas brasileiras no período de 2020 a 2023. É crucial observar que o período analisado se diferencia das demais pesquisas por abranger a pandemia de COVID-19, o que pode resultar em resultados atípicos devido aos impactos macroeconômicos excepcionais durante esse período.

A pesquisa avança em relação aos estudos anteriores, nos quais foram realizadas regressões para os períodos de 2011 a 2014 e de 2011 a 2018, utilizando regressões em dados de painel, além de regressões lineares e quadráticas. O presente estudo, por sua vez, abrange um novo período, de 2020 a 2023, com o objetivo de capturar o efeito da Covid-19. Além disso, adota métricas distintas para mensurar o custo da dívida, por meio de média ponderada, e inclui uma coleta manual de dados e a estrutura de propriedade das empresas também segue uma abordagem distinta (Konraht; Camargo; Vicente, 2015; Konraht, J. M., Consoni, S., & da Fonseca, M. W., 2020).

Especificamente, no estudo anterior, o custo da dívida foi estimado utilizando a fórmula que divide as despesas financeiras pela média aritmética do passivo oneroso no início e no final do ano. Portanto, essa abordagem pode não capturar completamente as nuances do custo da dívida ao longo do tempo (Konraht; Camargo; Vicente, 2015; Konraht, J. M., Consoni, S., & da Fonseca, M. W., 2020).

Assim, também oferece importantes contribuições para a literatura acadêmica, especialmente no campo da teoria da agência e suas ramificações. Ao aprofundar a análise da teoria da agência, este estudo amplia o entendimento sobre como a concentração de propriedade pode influenciar os custos da dívida das empresas. A pesquisa fornece um marco teórico para a interpretação dos efeitos da estrutura de propriedade nas decisões financeiras e de governança corporativa. Além disso, oferece insights valiosos que podem auxiliar gestores na tomada de decisões estratégicas relacionadas à composição acionária e suas implicações para os custos de financiamento.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 CUSTO DA DÍVIDA

Para diversos autores, o custo da dívida é representado por meio dos empréstimos, financiamentos e debêntures de curto e longo prazo, sendo calculado por meio da divisão entre despesas financeiras e passivo financeiro oneroso. No entanto, dentro desses custos podem ser incluídos os custos de agência das dívidas, incluindo os custos de monitoramento, que são as despesas dos principais (acionistas) para supervisionar os agentes (gestores) (Einsweiler; Moura; Kruger, 2020; Jensen; Meckling, 1976; Myers, 1977).

Assim, a Teoria da Agência se manifesta em situações em que uma parte (o principal) delega poder decisório a outra parte (o agente). Nesse contexto, pode surgir um conflito de interesses, no qual o agente tende a agir em benefício próprio, contrariando os interesses do principal. Além disso, uma das partes acaba possuindo mais conhecimento sobre a empresa

do que a outra, criando uma assimetria de informações. Como resultado, os riscos tendem a ser maiores para aqueles que têm menos informações. Contudo, esses custos de agência podem ser minimizados por meio de práticas de governança, que asseguram que o investimento realizado irá gerar o retorno adequado (Albanez; Schiozer, 2022; Jensen e Meckling, 1976).

Os fatores organizacionais e macroeconômicos, como governança, estrutura de propriedade e riscos envolvidos, influenciam o custo da dívida. Nesse sentido, a assimetria informacional eleva o custo da dívida, pois aumenta os custos de agência e o risco de falência, devido a investimentos em projetos mais arriscados (*risk-shifting problem*). Portanto, quando a estrutura de propriedade é desconcentrada, os custos de agência tendem a ser maiores (Albanez; Schiozer, 2022; Jensen; Meckling, 1976).

Desse modo, as informações contábeis das empresas auxiliam na análise para a concessão de crédito, como os demonstrativos de faturamento. No entanto, empresas classificadas com um nível baixo de governança corporativa apresentam mais riscos no gerenciamento dessas informações, elevando o custo da dívida. Por outro lado, a divulgação de informações discricionárias voluntárias, como o Relato Integrado (RI), pode reduzir o custo da dívida ao minimizar o gerenciamento de informações (Lucena Pinheiro; Mateus et al. 2023; Silva, 2022).

Portanto, a governança corporativa pode reduzir os custos da dívida ao transmitir mais confiabilidade aos credores por meio de uma estrutura de propriedade mais concentrada, onde os gestores têm mais cuidado ao tomar suas decisões por serem diretamente afetados. Além disso, contribui para uma maior qualidade da informação contábil, aumentando a transparência para os *stakeholders* (Barros; da Silva; Voese, 2015; Sobrinho; de Souza Francisco, 2021).

No Brasil, a crise de 2014 a 2017, causada por erros de políticas públicas, elevou as taxas de longo prazo devido ao aumento do risco e da incerteza percebidos pelos investidores. Logo, a Petrobras exemplifica essa crise, com uma forte redução em seus investimentos no período. Assim, os riscos percebidos pelo mercado financeiro podem ser ampliados pelas incertezas das crises econômicas e políticas. Portanto, diversos setores da economia foram afetados, incluindo os custos dos financiamentos bancários (Barbosa, 2017).

Nesse contexto, a pandemia de COVID-19, em 2020, agravou a situação, com o país ainda se recuperando da crise anterior, levando ao isolamento social e à diminuição da economia. No entanto, durante esse período, o governo adotou medidas para ampliar o acesso ao crédito, o que gerou expectativas de recuperação econômica. Portanto, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) ampliou as linhas de crédito, com prazos estendidos e benefícios para Micro, Pequenas e Médias Empresas (MPMEs), para oferecer maior acesso ao crédito. Assim, o custo da dívida também é afetado pelos cenários de atuação do Banco Central e suas políticas monetárias, sejam elas contracionistas ou expansionistas (da Silva; da Silva, 2020).

2.2 ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E CONFLITOS DE AGÊNCIA

A estrutura de propriedade refere-se à distribuição do capital próprio (gestores ou controladores) e de terceiros (acionistas ou credores) em uma organização. Assim, existe uma divisão na estrutura da propriedade entre propriedade produtiva e propriedade passiva. Portanto, os acionistas e credores têm um papel menos ativo e limitado nas decisões empresariais (Berle; Means, 1932; Jensen; Meckling, 1976).

Nesse sentido, houve uma transformação nos negócios, uma vez que, antes, uma empresa era limitada à riqueza pessoal de seus administradores. Com o crescimento do mercado acionário, surgiram dois lados: um com proprietários e outro com controladores. Logo, os gestores possuem a maior parte do controle residual, que se refere às decisões não previstas em contrato. Assim, é possível que eles utilizem essa liberdade em benefício próprio (Berle; Means, 1932; Shleifer; Vishny, 1997).

Dessa forma, essa desconcentração na estrutura pode levar ao conflito de agência, que ocorre quando tanto o principal quanto o agente buscam maximizar seus próprios interesses, refletindo no custo da dívida mais elevado. Contudo, existem mecanismos capazes de diminuir esse conflito, como a governança corporativa (Almeida; França, 2021; Jensen; Meckling, 1976).

A governança corporativa pode ser entendida como um conjunto de mecanismos que protege os investidores externos daqueles que possuem informações privilegiadas e alinha os interesses das partes. Assim, os riscos podem ser mitigados por meio do aprimoramento da governança com informações mais transparentes (Lana, 2020; La Porta et al., 2000; Partyka).

Portanto, a boa governança e os processos internos são importantes para o credor, uma vez que as instituições financeiras mensuram os riscos envolvidos ao financiarem atividades empresariais. A falta de uma boa gestão de riscos pode levar a crises, como a crise financeira de 2008 ("subprime") (Machado, Oliveira; da Silva Leite, 2021).

Nesse viés, quando há uma boa governança, as partes envolvidas percebem uma probabilidade menor de perder seu capital ao investir na empresa, o que reflete em um custo da dívida menor. Logo, uma boa governança depende de uma propriedade mais concentrada e de proteção legal aos investidores (Partyka; Lana, 2020; Shleifer e Vishny, 1997).

2.3 ESTUDOS ANTERIORES

Pesquisas nacionais têm como objetivo analisar a relação entre o custo da dívida e a estrutura de propriedade. Essas análises se baseiam em trabalhos fundamentais, como os de Jensen e Meckling (1976) e Myers (1977). A primeira investigação empírica sobre os conflitos de interesse associados à estrutura de propriedade das empresas foi conduzida por Berle e Means (1932). Eles destacaram que, com a ampliação do poder dos gestores, estes podem agir em benefício próprio, desviando-se dos interesses dos acionistas, o que cria conflitos de agência (Konraht; Camargo; Vicente, 2015; Konraht; Consoni; da Fonseca, 2020).

Assim, quando há a substituição de acionistas minoritários por um acionista dominante, ocorre o efeito do *entrenchment*, que representa um problema ao intensificar o conflito entre principal e agente, observado em diversos países. Consequentemente, os gestores podem optar por reinvestir os lucros na empresa, em vez de distribuí-los aos acionistas, ou investir em projetos com maiores riscos, priorizando seus próprios interesses em expansão e controle (Berle; Means, 1932; Jensen; Meckling, 1976; Shleifer; Vishny, 1997).

Dessa maneira, foi analisado se o aumento do controle acionário impacta o custo da dívida em empresas de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA. O custo foi calculado dividindo as despesas financeiras pela média aritmética do passivo oneroso no início e no final do ano. A pesquisa, realizada por meio de regressão com dados em painel e efeitos aleatórios, revelou que o custo da dívida pode ser aumentado em empresas com maior divisão na estrutura de propriedade, conforme os riscos percebidos pelos credores. As principais limitações foram a não consideração das participações indiretas de controle e o período analisado, que abrangeu de 2011 a 2014 (Konraht; Camargo; Vicente, 2015).

A relação entre a estrutura de propriedade e o custo da dívida das debêntures foi realizada por meio de regressões lineares e quadráticas para o período de 2011 a 2018. Os resultados mostraram que o excesso de controle acionário não aumentou o custo da dívida, pois os credores preferem adicionar cláusulas restritivas a fim de evitar um aumento excessivo nas taxas de juros. Dessa forma, confirmou-se a hipótese de que a concentração de propriedade diminui o custo da dívida. Contudo, as limitações do estudo incluem o uso exclusivo de debêntures com taxa DI, a não consideração de participações indiretas piramidais e a ausência de análise de outras formas de financiamento além das debêntures (Konraht; Consoni; da Fonseca, 2020).

Além disso, foi analisada a qualidade da informação e o custo da dívida de 273 empresas brasileiras entre 2010 e 2018, utilizando uma abordagem descritiva, documental e quantitativa com regressão. Os resultados indicam que os credores tendem a cobrar taxas

mais altas quando as informações contábeis são de baixa qualidade, e empresas que receberam o Troféu Transparência podem enfrentar custos de dívida maiores devido às expectativas elevadas dos credores. Assim, o custo da dívida diminui com o aumento do tamanho e da rentabilidade. Entre as limitações, destacam-se a amostra utilizada e a sugestão de incluir governança corporativa nas análises futuras (Dos Santos; Rodrigues; Lamounier, 2020).

Foi verificada a associação entre o custo da dívida, a governança corporativa e o efeito do ciclo de vida das empresas, por meio de uma análise de regressão em empresas abertas entre 2010 e 2019. Os principais resultados indicam que o custo médio da dívida foi de 7,64% ao ano e que o ciclo de vida da empresa influencia a definição do custo, especialmente em estágios de turbulência (Ribeiro; da Silva Viana; Martins, 2021).

Com o objetivo de analisar como o nível de concentração de propriedade reflete na presença de *covenants* em contratos de dívida, foi realizada uma análise manual de mais de 4.000 notas explicativas de empréstimos. A pesquisa, usando regressão, revelou que uma maior concentração de propriedade reduz riscos para credores, atuando como substituto da governança e diminuindo *covenants* e custos da dívida. No entanto, a ausência de informações sobre *covenants* em algumas notas e as diferenças nas formas de evidenciação foram limitações importantes (Albanez; Schiozer, 2022).

Por outro lado, a influência da governança no custo da dívida de empresas familiares foi analisada por meio de uma pesquisa descritiva, documental e quantitativa. A pesquisa identificou que, em empresas familiares, a relação entre governança corporativa e custo da dívida é negativa, devido à centralização das decisões nos proprietários e à baixa independência do conselho. Apenas 16% das 731 empresas analisadas (2012-2017) tinham uma maioria de membros independentes com participação ativa no conselho. O custo da dívida médio foi de 0,36 no período analisado, embora tenha sido superior em 2015 e 2017, sugerindo um reflexo da crise político-econômica desse período (Einsweiler; Moura; Kruger, 2020).

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 TIPOLOGIA

O presente estudo é descritivo, pois busca identificar e analisar a relação entre as variáveis. A pesquisa é realizada com base em procedimentos documentais e bibliográficos, enquanto a abordagem do problema é quantitativa. As pesquisas quantitativas envolvem análises estatísticas, traduzindo as informações em números para facilitar sua interpretação. Assim, será analisada a relação entre o nível de concentração de propriedade e o custo da dívida de companhias abertas brasileiras listadas na B3 no período de 2020 a 2023 (Gil, 2002; Prodanov & De Freitas, 2013, p 69).

3.2 AMOSTRA E COLETA DE DADOS

O universo da pesquisa compreendeu as companhias brasileiras abertas com ações negociadas no Brasil, Bolsa, Balcão (B3), considerando o período de 2020 a 2023. Foram excluídas da amostra: a) as instituições financeiras; b) as empresas com Patrimônio Líquido negativo; e c) as empresas que não divulgaram suas informações ao longo do período analisado. A exclusão das instituições financeiras ocorre porque elas utilizam critérios de contabilidade diferentes das demais companhias. Por sua vez, as empresas com patrimônio líquido negativo podem não mensurar, por exemplo, o retorno sobre o patrimônio líquido. Dessa forma, a amostra resultou em 94 empresas com 357 observações.

A amostragem foi não aleatória, por meio da coleta manual dos dados sobre o custo da dívida a partir de fontes documentais disponíveis no site de Dados Abertos da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Essas informações foram extraídas das notas explicativas divulgadas pelas empresas, especificamente na seção de empréstimos, financiamentos e

debêntures. Além disso, os demais dados e indicadores financeiros foram coletados por meio da plataforma Economática®, e as empresas analisadas pertencem a 16 setores econômicos.

3.3 VARIÁVEIS

O custo da dívida de cada empresa foi obtido por meio do custo médio ponderado de capital de cada contrato, considerado o peso de cada dívida em relação ao total da dívida do contrato.

$$K_d = \frac{\sum_{i=1}^n (P_i \cdot T_i)}{\sum_{i=1}^n P_i} \quad (1)$$

Onde P é a participação percentual de cada contrato de dívida i no total para o respectivo ano, e T é a taxa de juros correspondente ao contrato de dívida i , conforme evidenciado nas notas explicativas.

O nível de concentração de propriedade ainda não chegou a um consenso sobre a melhor forma de ser medido. No entanto, estudos indicam que pode ser avaliado com base na participação do maior acionista. Assim, o indicador financeiro utilizado será a distribuição das ações *free float* com direito a voto, com uma relação inversa. Ou seja, quanto maior o *free float*, menos concentrada será a empresa; quanto menor o *free float*, mais concentrada ela será (Pedersen e Thomsen, 1997; Siqueira, 1998).

O giro do ativo refere-se à capacidade de uma empresa de gerar receitas a partir dos seus ativos. Logo, entende-se que uma empresa mais eficiente teria um custo da dívida menor. Em relação a tangibilidade, ela pode ser obtida por meio da soma do imobilizado e estoques dividido pelo ativo total. Vê-se que quanto maior o grau de tangibilidade, menor será o custo da dívida. Uma vez que a empresa pode apresentar mais garantias e menos riscos (Konraht; Camargo; Vicente, 2015).

O endividamento mostra que empresas que enfrentam situações de turbulência financeira tendem a ter o custo da dívida mais elevado, pois o risco de crédito é aumentado de acordo com a capacidade de pagamento do cliente. Dessa forma será identificado como o custo da dívida se comporta em relação a estrutura de propriedade de cada uma das 94 empresas. E adicionalmente, serão considerados os indicadores financeiros apresentados. (Ribeiro; da Silva Viana; Martins, 2021).

3.4 TÉCNICA DE ANÁLISE DE DADOS

A análise dos dados foi realizada por meio de uma Análise Exploratória de Dados (*EDA – Exploratory Data Analysis*), na qual os dados foram divididos entre os períodos 2020-2023, Covid e Pós-Covid. As empresas foram classificadas em três grupos: a) Empresas com maior concentração acionária; b) Empresas intermediárias; c) Empresas com estrutura acionária mais dispersa. As empresas do grupo b) foram excluídas da análise, uma vez que as diferenças entre elas e os outros dois grupos são mínimas, o que poderia gerar um efeito de distorção na interpretação dos resultados. Para cada agrupamento, o custo da dívida foi analisado, com o objetivo de verificar a relevância das diferenças entre as médias e medianas. Quando pelo menos um dos grupos não apresentou distribuição normal, foi utilizado o teste de medianas de *Mann-Whitney (MW)*. Caso ambos os grupos apresentassem distribuição normal e médias diferentes, foi aplicado o Teste *T*. A análise incluiu a relação do custo da dívida com a concentração acionária, giro do ativo, o endividamento e a tangibilidade das empresas.

4 ANÁLISE EMPÍRICA

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

A Tabela 1 apresenta o custo da dívida, expresso em porcentagem, conforme o setor de atuação das empresas. A amostra é composta por 94 empresas, distribuídas em 16 setores econômicos, com o custo da dívida apresentado anualmente. A tabela também está segmentada em dois períodos distintos: o período da Covid (2020-2021) e o período Pós-Covid (2022-2023), permitindo uma análise comparativa do impacto desses dois momentos na estrutura financeira das empresas.

Tabela 1 – Distribuição do custo da dívida em porcentagem por setor, ano e período.

Setores	2020	2021	2022	2023	Covid	Pós-Covid
Alimentos e Bebidas	6,23% n: 6	6,42% n: 6	5,68% n: 6	5,57% n: 6	6,33% n: 12	5,62% n: 12
Comércio	4,53% n: 8	4,64% n: 7	9,88% n: 6	9,26% n: 6	4,58% n: 15	9,57% n: 12
Construção	3,46% n: 12	5,13% n: 12	6,95% n: 12	6,99% n: 12	4,29% n: 24	6,97% n: 24
Energia Elétrica	6,40% n: 9	7,35% n: 8	7,87% n: 8	7,13% n: 8	6,84% n: 17	7,50% n: 16
Minerais não metálicos	1,88% n: 1	8,24% n: 1	8,47% n: 1	7,27% n: 1	5,06% n: 2	7,87% n: 2
Máquinas Industriais	2,10% n: 2	3,12% n: 2	5,41% n: 2	5,78% n: 2	2,61% n: 4	5,60% n: 4
Outros	3,41% n: 17	4,32% n: 17	7,68% n: 17	7,24% n: 18	3,86% n: 34	7,45% n: 35
Papel e Celulose	4,51% n: 2	3,80% n: 2	3,61% n: 2	3,26% n: 2	4,16% n: 4	3,44% n: 4
Petróleo e Gás	8,24% n: 4	7,60% n: 4	5,67% n: 4	5,31% n: 4	7,92% n: 8	5,49% n: 8
Química	4,25% n: 3	9,42% n: 3	10,30% n: 3	5,60% n: 3	6,83% n: 6	7,97% n: 6
Siderurgia Metalurgia	5,77% n: 8	4,28% n: 8	4,64% n: 8	4,70% n: 8	5,02% n: 16	4,67% n: 16
Software e Dados	3,89% n: 2	4,67% n: 2	8,41% n: 2	9,49% n: 1	4,28% n: 4	8,77% n: 3
Telecomunicações	5,80% n: 2	7,47% n: 2	8,07% n: 1	8,28% n: 1	6,64% n: 4	8,17% n: 2
Têxtil	4,69% n: 5	6,09% n: 5	6,65% n: 3	3,50% n: 2	5,39% n: 10	5,39% n: 5
Transporte e Serviços	8,67% n: 4	4,28% n: 4	5,34% n: 4	5,63% n: 4	6,48% n: 8	5,48% n: 8
Veículos e Peças	8,13% n: 8	7,74% n: 8	9,71% n: 8	9,12% n: 8	7,94% n: 16	9,41% n: 16

Nota: n: Amostra; Covid: período 2020/21; Pós-Covid: período 2022/23.

Fonte: Dados da pesquisa.

Ao agrupar os dados por período, destaca-se que o setor de comércio registrou o maior aumento, passando de 4,58% durante a Covid para 9,57% no Pós-Covid. Em seguida, o setor de software e dados teve um salto expressivo, de 4,28% para 8,77%. É notável que houve uma procura maior pela tecnologia no período em questão. Assim, devido à fragmentação dos períodos, foi possível identificar uma tendência de aumento do custo da dívida no Pós-Covid, uma vez que este período trouxe incertezas econômicas. Logo, o custo da dívida apresenta variações inconstantes quando analisado anualmente, pois depende tanto do período quanto do setor de atuação em que a empresa está inserida, conforme a Tabela 1.

4.2 CONCENTRAÇÃO ACIONÁRIA VS GIRO DO ATIVO

As tabelas a seguir apresentam os testes utilizados para verificar se o custo da dívida é influenciado pelo nível de concentração acionária. Além disso, foram incorporados aos grupos os indicadores financeiros sobre o giro do ativo, endividamento e tangibilidade.

Tabela 2 – Teste de média de concentração acionária e giro do ativo (Período 2020-2023)

Grupo 1			Grupo 2			Diferença de Médias / Medianas		
CA	GA	Medida	CA	GA	Medida	Diferença	Teste	Resultado
NC	NE	μ : 0,061 Q ₂ : 0,059 n: 53	Co	Ef	μ : 0,060 Q ₂ : 0,050 n:48	μ : 0,001 Q ₂ : 0,009	MW	Medianas iguais
Co	NE	μ : 0,063 Q ₂ : 0,050 n: 20	NC	Ef	μ : 0,064 Q ₂ : 0,059 n: 28	μ : -0,001 Q ₂ : -0,009	MW	Medianas iguais
NC	NE	μ : 0,061 Q ₂ : 0,059 n: 53	Co	NE	μ : 0,063 Q ₂ : 0,050 n: 20	μ : -0,002 Q ₂ : 0,009	MW	Medianas iguais
Co	Ef	μ : 0,060 Q ₂ : 0,050 n:48	NC	Ef	μ : 0,064 Q ₂ : 0,059 n: 28	μ : -0,004 Q ₂ : -0,009	MW	Medianas iguais
Co	NE	μ : 0,063 Q ₂ : 0,050 n: 20	Co	Ef	μ : 0,060 Q ₂ : 0,050 n:48	μ : -0,003 Q ₂ : -0,000	MW	Medianas iguais
NC	NE	μ : 0,061 Q ₂ : 0,059 n: 53	NC	Ef	μ : 0,064 Q ₂ : 0,059 n: 28	μ : -0,002 Q ₂ : -0,000	MW	Medianas iguais

Nota: Quando pelo menos um dos grupos não apresentou distribuição normal, foi utilizado o teste de medianas de Mann-Whitney (MW), caso contrário, usou-se o teste t (t). CA: Concentração Acionária. GA: Giro do Ativo; NC: Não Concentrado; Co: Concentrado; NE: Não eficiente; Ef: Eficiente; μ : Média; Q₂: Mediana; n: Amostra.

A Tabela 2 indica a relação entre a concentração acionária e o giro do ativo no período de 2020 a 2023, apresentando medianas iguais em todos os testes. Isso sugere que o custo da dívida não foi influenciado pelos grupos analisados. Dessa forma, a estrutura de propriedade e a eficiência operacional das empresas não se mostraram fatores determinantes para a redução desse encargo no período analisado.

Tabela 3 – Teste de média de concentração acionária e giro do ativo (Período Covid)

Grupo 1			Grupo 2			Diferença de Médias / Medianas		
CA	GA	Medida	CA	GA	Medida	Diferença	Teste	Resultado
NC	NE	μ : 0,046 Q ₂ : 0,043 n: 26	Co	Ef	μ : 0,062 Q ₂ : 0,046 n:26	μ : -0,016 Q ₂ : -0,003	MW	Medianas iguais
Co	NE	μ : 0,065 Q ₂ : 0,048 n: 12	NC	Ef	μ : 0,051 Q ₂ : 0,042 n: 14	μ : 0,014 Q ₂ : 0,006	MW	Medianas iguais
NC	NE	μ : 0,046 Q ₂ : 0,043 n: 26	Co	NE	μ : 0,065 Q ₂ : 0,048 n: 12	μ : -0,019 Q ₂ : -0,005	MW	Medianas iguais
Co	Ef	μ : 0,062 Q ₂ : 0,046 n:26	NC	Ef	μ : 0,051 Q ₂ : 0,042 n: 14	μ : 0,0011 Q ₂ : 0,004	MW	Medianas iguais
Co	NE	μ : 0,065 Q ₂ : 0,048 n: 12	Co	Ef	μ : 0,062 Q ₂ : 0,046 n:26	μ : -0,003 Q ₂ : -0,002	MW	Medianas iguais
NC	NE	μ : 0,046 Q ₂ : 0,043 n: 26	NC	Ef	μ : 0,051 Q ₂ : 0,042 n: 14	μ : -0,004 Q ₂ : 0,001	t	Medias iguais

Nota: Quando pelo menos um dos grupos não apresentou distribuição normal, foi utilizado o teste de medianas de Mann-Whitney (MW), caso contrário, usou-se o teste t (t). CA: Concentração Acionária. GA: Giro do Ativo; NC: Não Concentrado; Co: Concentrado; NE: Não eficiente; Ef: Eficiente; μ : Média; Q₂: Mediana; n: Amostra.

Ao analisar a Tabela 3, observa-se que, no período da Covid, os resultados indicam médias iguais ao comparar empresas com menor concentração acionária e menor eficiência com aquelas com menor concentração acionária e maior eficiência, diferindo assim do resultado obtido no período anterior. No entanto, as demais observações apresentaram medianas iguais. Isso sugere que, durante o intervalo em questão, as empresas enfrentaram dificuldades semelhantes devido à crise, e tanto a capacidade de gerar receita a partir de seus ativos quanto a concentração acionária não se mostraram fatores determinantes para o custo da dívida.

Tabela 4 – Teste de média de concentração acionária e giro do ativo (Período Pós-Covid)

Grupo 1			Grupo 2			Diferença de Médias / Medianas		
CA	GA	Medida	CA	GA	Medida	Diferença	Teste	Resultado
NC	NE	μ : 0,075 Q ₂ : 0,080 n: 27	Co	Ef	μ : 0,081 Q ₂ : 0,066 n:24	μ : -0,006 Q ₂ : 0,014	MW	Medianas iguais
Co	NE	μ : 0,074 Q ₂ : 0,052 n: 9	NC	Ef	μ : 0,055 Q ₂ : 0,059 n: 15	μ : 0,019 Q ₂ : -0,008	MW	Medianas iguais
NC	NE	μ : 0,075 Q ₂ : 0,080 n: 27	Co	NE	μ : 0,074 Q ₂ : 0,052 n: 9	μ : 0,002 Q ₂ : 0,028	MW	Medianas iguais
Co	Ef	μ : 0,081 Q ₂ : 0,066 n:24	NC	Ef	μ : 0,055 Q ₂ : 0,059 n: 15	μ : 0,026 Q ₂ : 0,006	MW	Medianas iguais
Co	NE	μ : 0,074 Q ₂ : 0,052 n: 9	Co	Ef	μ : 0,081 Q ₂ : 0,066 n:24	μ : 0,007 Q ₂ : 0,014	MW	Medianas iguais
NC	NE	μ : 0,075 Q ₂ : 0,080 n: 27	NC	Ef	μ : 0,055 Q ₂ : 0,059 n: 15	μ : 0,020 Q ₂ : 0,021	t	Medias diferentes

Nota: Quando pelo menos um dos grupos não apresentou distribuição normal, foi utilizado o teste de medianas de Mann-Whitney (MW), caso contrário, usou-se o teste t (t). CA: Concentração Acionária. GA: Giro do Ativo; NC: Não Concentrado; Co: Concentrado; NE: Não eficiente; Ef: Eficiente; μ : Média; Q₂: Mediana; n: Amostra.

Por outro lado, a Tabela 4 apresenta os dados do período Pós-Covid. Ao comparar empresas com menor concentração acionária e menor eficiência com aquelas com menor concentração acionária e maior eficiência, observou-se uma diferença nas médias de 0,020. No entanto, esse resultado só foi identificado devido à fragmentação dos períodos, o que permitiu capturar as variações causadas pelas mudanças econômicas após a pandemia. Dessa maneira, o fato de apresentar uma menor eficiência operacional juntamente com uma menor concentração acionária resultou em um custo da dívida maior no cenário de recuperação econômica. Isso sugere que empresas menos eficientes são percebidas como mais arriscadas.

A escolha do indicador giro do ativo baseia-se nos princípios da Teoria da Agência, uma vez que a eficiência operacional pode ser um reflexo da qualidade da gestão. Assim, empresas mais eficientes tendem a ter uma gestão mais alinhada com os interesses dos acionistas, o que diminui o risco percebido pelos credores. Quando a gestão de uma empresa é eficaz, ela toma decisões que minimizam os custos de agência, maximizando o valor para os acionistas e gerando receita. Nesse contexto, a análise corrobora a teoria de que empresas menos eficientes apresentam maiores custos de dívida.

4.3 CONCENTRAÇÃO ACIONÁRIA VS ENDIVIDAMENTO

Estudos anteriores, como o de Konraht, Consoni e da Fonseca (2020), utilizam o endividamento como uma métrica determinante na análise dos custos financeiros e do risco empresarial. Empresas com maior endividamento tendem a apresentar maiores riscos financeiros, o que se reflete diretamente no custo da dívida. A Tabela 5, a seguir, ilustra essa relação no período de forma mais ampla, conforme a análise realizada.

Tabela 5 – Teste de média de concentração acionária e endividamento (Período 2020-2023)

Grupo 1			Grupo 2			Diferença de Médias / Medianas		
CA	EN	Medida	CA	EN	Medida	Diferença	Teste	Resultado
NC	-E	μ : 0,063 Q ₂ : 0,059 n: 36	Co	+E	μ : 0,064 Q ₂ : 0,052 n: 34	μ : -0,001 Q ₂ : 0,008	MW	Medianas iguais
Co	-E	μ : 0,055 Q ₂ : 0,048 n: 56	NC	+E	μ : 0,066 Q ₂ : 0,061 n: 48	μ : -0,012 Q ₂ : -0,013	MW	Medianas diferentes
Nc	-E	μ : 0,063 Q ₂ : 0,059 n: 36	Co	-E	μ : 0,055 Q ₂ : 0,048 n: 56	μ : 0,009 Q ₂ : 0,011	MW	Medianas iguais
Co	+E	μ : 0,064 Q ₂ : 0,052 n: 34	NC	+E	μ : 0,066 Q ₂ : 0,061 n: 48	μ : -0,002 Q ₂ : -0,009	MW	Medianas iguais
Co	-E	μ : 0,055 Q ₂ : 0,048 n: 56	Co	+E	μ : 0,064 Q ₂ : 0,052 n: 34	μ : 0,010 Q ₂ : 0,004	MW	Medianas iguais
NC	-E	μ : 0,063 Q ₂ : 0,059 n: 36	NC	+E	μ : 0,066 Q ₂ : 0,061 n: 48	μ : -0,003 Q ₂ : -0,002	MW	Medianas iguais

Nota: Quando pelo menos um dos grupos não apresentou distribuição normal, foi utilizado o teste de medianas de Mann-Whitney (MW), caso contrário, usou-se o teste t (t). CA: Concentração Acionária. EN: Endividamento; NC: Não Concentrado; Co: Concentrado; -E: Menor Endividamento; +E: Maior Endividamento; μ : Média; Q₂: Mediana; n: Amostra.

A Tabela 5 mostra que, em apenas um cenário, o endividamento foi um fator determinante para o custo da dívida quando analisado em conjunto com a concentração acionária. O teste apresentou medianas diferentes, no valor de -0,013, ao comparar empresas mais concentradas e menos endividadas com aquelas menos concentradas e mais endividadas. Dessa forma, o custo da dívida foi mais elevado quando as empresas tinham menor concentração acionária e maior endividamento.

Nas demais combinações, as medianas permaneceram iguais, sugerindo que o endividamento, por si só, não resulta necessariamente em um custo mais alto. Isso indica que outro fator relevante seria a capacidade da empresa de honrar suas dívidas, e estar endividado não implica, necessariamente, em fragilidade financeira, mas pode refletir uma maior capacidade de financiamento.

A Tabela 6, apresentada a seguir, mostra uma análise segmentada, abrangendo o período da Covid-19. Foram observadas médias e medianas diferentes entre alguns grupos corroborando com a teoria investigada. Assim, empresas com maior concentração acionária e mais endividadas apresentaram um custo da dívida maior em relação às empresas com menor concentração acionária e menor endividamento, com uma diferença de -0,035. E ao analisar as mudanças no nível de endividamento entre as empresas de maior concentração acionária, observou-se um aumento no custo da dívida para as mais endividadas em comparação com as menos endividadas, com uma diferença de 0,021.

Por outro lado, no grupo de empresas com menor concentração acionária, o comportamento também se repetiu, com o aumento do custo da dívida à medida que o

endividamento aumentava, evidenciado pela diferença de medianas de -0,014. Assim, conclui-se que, para o aumento do custo da dívida, o endividamento apresentou um peso maior do que a concentração acionária. Dessa forma, constatou-se que quanto maior o endividamento, maior o custo da dívida, corroborando o estudo de Ribeiro, da Silva Viana e Martins (2021), que afirma que um maior nível de endividamento encarece os custos.

Tabela 6 – Teste de média de concentração acionária e endividamento (Período Covid)

Grupo 1			Grupo 2			Diferença de Médias / Medianas		
CA	EN	Medida	CA	EN	Medida	Diferença	Teste	Resultado
NC	-E	μ : 0,039 Q ₂ : 0,036 n: 18	Co	+E	μ : 0,074 Q ₂ : 0,067 n: 15	μ : -0,035 Q ₂ : -0,031	<i>t</i>	Medias diferentes
Co	-E	μ : 0,051 Q ₂ : 0,046 n: 30	NC	+E	μ : 0,060 Q ₂ : 0,050 n: 29	μ : -0,009 Q ₂ : -0,004	MW	Medianas iguais
NC	-E	μ : 0,039 Q ₂ : 0,036 n: 18	Co	-E	μ : 0,051 Q ₂ : 0,046 n: 30	μ : -0,012 Q ₂ : -0,010	MW	Medianas iguais
Co	+E	μ : 0,074 Q ₂ : 0,067 n: 15	NC	+E	μ : 0,060 Q ₂ : 0,050 n: 29	μ : 0,014 Q ₂ : 0,017	MW	Medianas iguais
Co	-E	μ : 0,051 Q ₂ : 0,046 n: 30	Co	+E	μ : 0,074 Q ₂ : 0,067 n: 15	μ : 0,023 Q ₂ : 0,021	MW	Medianas diferentes
NC	-E	μ : 0,039 Q ₂ : 0,036 n: 18	NC	+E	μ : 0,060 Q ₂ : 0,050 n: 29	μ : -0,020 Q ₂ : -0,014	MW	Medianas diferentes

Nota: Quando pelo menos um dos grupos não apresentou distribuição normal, foi utilizado o teste de medianas de Mann-Whitney (MW), caso contrário, usou-se o teste *t* (*t*). CA: Concentração Acionária. EN: Endividamento; NC: Não Concentrado; Co: Concentrado; -E: Menor Endividamento; +E: Maior Endividamento; μ : Média; Q₂: Mediana; n: Amostra.

A Tabela 7, apresentada abaixo, abrange o período Pós-Covid e contém os dados referentes a esse intervalo de tempo, permitindo a análise das variáveis de interesse após o impacto da pandemia.

Tabela 7 – Teste de média de concentração acionária e endividamento (Período Pós-Covid)

Grupo 1			Grupo 2			Diferença de Médias / Medianas		
CA	EN	Medida	CA	EN	Medida	Diferença	Teste	Resultado
NC	-E	μ : 0,084 Q ₂ : 0,077 n: 18	Co	+E	μ : 0,090 Q ₂ : 0,061 n: 20	μ : -0,005 Q ₂ : 0,016	MW	Medianas iguais
Co	-E	μ : 0,054 Q ₂ : 0,056 n: 26	NC	+E	μ : 0,075 Q ₂ : 0,070 n: 20	μ : -0,021 Q ₂ : -0,014	<i>t</i>	Medias iguais
NC	-E	μ : 0,084 Q ₂ : 0,077 n: 18	Co	-E	μ : 0,054 Q ₂ : 0,056 n: 26	μ : 0,030 Q ₂ : 0,020	MW	Medianas diferentes
Co	+E	μ : 0,090 Q ₂ : 0,061 n: 20	NC	+E	μ : 0,075 Q ₂ : 0,070 n: 20	μ : 0,015 Q ₂ : -0,009	MW	Medianas iguais
Co	-E	μ : 0,054 Q ₂ : 0,056 n: 26	Co	+E	μ : 0,090 Q ₂ : 0,061 n: 20	μ : 0,036 Q ₂ : 0,005	MW	Medianas iguais
NC	-E	μ : 0,084 Q ₂ : 0,077 n: 18	NC	+E	μ : 0,075 Q ₂ : 0,070 n: 20	μ : 0,009 Q ₂ : 0,007	MW	Medianas iguais

Nota: Quando pelo menos um dos grupos não apresentou distribuição normal, foi utilizado o teste de medianas de Mann-Whitney (MW), caso contrário, usou-se o teste t (t). CA: Concentração Acionária. EN: Endividamento; NC: Não Concentrado; Co: Concentrado; -E: Menor Endividamento; +E: Maior Endividamento; μ : Média; Q_2 : Mediana; n: Amostra.

A Tabela 7, que abrange o período Pós-Covid, revela um resultado distinto daquele observado durante o período Covid. A concentração acionária se mostrou um fator determinante para alterar o custo da dívida, especialmente quando analisada dentro do grupo de empresas menos endividadas. Nesse contexto, empresas com menor concentração acionária e menor endividamento apresentaram um custo da dívida maior, com uma diferença de 0,020. Dessa forma, o resultado apresentado vai contra o argumento do período anterior, sugerindo que o cenário de recuperação econômica foi responsável por isso, confirmando os resultados de Konraht, Camargo, Vicente (2015).

4.4 CONCENTRAÇÃO ACIONÁRIA VS TANGIBILIDADE

O estudo de Konraht, Camargo e Vicente (2015) inclui a tangibilidade como um dos fatores a serem analisados. Assim, em teoria, empresas com maior tangibilidade deveriam apresentar um custo da dívida mais baixo, uma vez que possuem mais bens disponíveis para garantir suas dívidas.

Tabela 8 – Teste de média de concentração acionária e tangibilidade (Período 2020-2023)

Grupo 1			Grupo 2			Diferença de Médias / Medianas		
CA	T	Medida	CA	T	Medida	Diferença	Teste	Resultado
NC	-T	μ : 0,057 Q_2 : 0,056 n: 43	Co	+T	μ : 0,053 Q_2 : 0,048 n: 53	μ : 0,004 Q_2 : 0,007	MW	Medianas iguais
Co	-T	μ : 0,067 Q_2 : 0,051 n: 24	NC	+T	μ : 0,066 Q_2 : 0,061 n: 27	μ : 0,001 Q_2 : -0,010	t	Medias iguais
NC	-T	μ : 0,057 Q_2 : 0,056 n: 43	Co	-T	μ : 0,067 Q_2 : 0,051 n: 24	μ : -0,010 Q_2 : 0,005	t	Medias iguais
Co	+T	μ : 0,053 Q_2 : 0,048 n: 53	NC	+T	μ : 0,066 Q_2 : 0,061 n: 27	μ : -0,013 Q_2 : -0,013	MW	Medianas iguais
Co	-T	μ : 0,067 Q_2 : 0,051 n: 24	Co	+T	μ : 0,053 Q_2 : 0,048 n: 53	μ : -0,014 Q_2 : -0,003	MW	Medianas iguais
NC	-T	μ : 0,057 Q_2 : 0,056 n: 43	NC	+T	μ : 0,066 Q_2 : 0,061 n: 27	μ : -0,009 Q_2 : -0,005	t	Medias iguais

Nota: Quando pelo menos um dos grupos não apresentou distribuição normal, foi utilizado o teste de medianas de Mann-Whitney (MW), caso contrário, usou-se o teste t (t). CA: Concentração Acionária. T: Tangibilidade; NC: Não Concentrado; Co: Concentrado; -T: Menor Tangibilidade; +T: Maior Tangibilidade; μ : Média; Q_2 : Mediana; n: Amostra.

De acordo com a Tabela 8, no período de 2020 a 2023, os resultados estatísticos apontam medias e medianas iguais em todas as vertentes. Apesar da tangibilidade, em teoria, oferecer mais garantias aos empréstimos e indicar um risco financeiro aparentemente menor, os resultados do estudo sugerem que, no período analisado, a tangibilidade em conjunto com a concentração acionária não influenciou significativamente o custo da dívida.

Nesse sentido, a Tabela 9 apresentada abaixo mostra a análise do período Covid. Assim ao comparar o custo da dívida entre empresas com menor tangibilidade e diferentes níveis de concentração acionária. Os resultados indicam uma diferença entre as medianas de -0,008 entre empresas menos concentradas com aquelas mais concentradas. Assim, no

período da Covid, os credores consideraram as empresas mais concentradas e menos tangíveis como mais arriscadas, o que refletiu diretamente no custo da dívida.

Tabela 9 – Teste de média de concentração acionária e tangibilidade (Período Covid)

Grupo 1			Grupo 2			Diferença de Médias / Medianas		
CA	T	Medida	CA	T	Medida	Diferença	Teste	Resultado
NC	-T	μ : 0,042 Q ₂ : 0,040 n: 23	Co	+T	μ : 0,055 Q ₂ : 0,045 n: 26	μ : -0,013 Q ₂ : -0,005	MW	Medianas iguais
Co	-T	μ : 0,061 Q ₂ : 0,048 n: 16	NC	+T	μ : 0,052 Q ₂ : 0,042 n: 15	μ : 0,009 Q ₂ : 0,007	MW	Medianas iguais
NC	-T	μ : 0,042 Q ₂ : 0,040 n: 23	Co	-T	μ : 0,061 Q ₂ : 0,048 n: 16	μ : -0,019 Q ₂ : -0,008	MW	Medianas diferentes
Co	+T	μ : 0,055 Q ₂ : 0,045 n: 26	NC	+T	μ : 0,052 Q ₂ : 0,042 n: 15	μ : 0,003 Q ₂ : 0,004	MW	Medianas iguais
Co	-T	μ : 0,061 Q ₂ : 0,048 n: 16	Co	+T	μ : 0,055 Q ₂ : 0,045 n: 26	μ : -0,006 Q ₂ : -0,003	MW	Medianas iguais
NC	-T	μ : 0,042 Q ₂ : 0,040 n: 23	NC	+T	μ : 0,052 Q ₂ : 0,042 n: 15	μ : -0,010 Q ₂ : -0,002	<i>t</i>	Medias iguais

Nota: Quando pelo menos um dos grupos não apresentou distribuição normal, foi utilizado o teste de medianas de Mann-Whitney (MW), caso contrário, usou-se o teste *t* (*t*). CA: Concentração Acionária. T: Tangibilidade; NC: Não Concentrado; Co: Concentrado; -T: Menor Tangibilidade; +T: Maior Tangibilidade; μ : Média; Q₂: Mediana; n: Amostra.

A Tabela 10, apresentada a seguir, mostra a relação entre a concentração acionária e a tangibilidade das empresas no período Pós-Covid.

Tabela 10 – Teste de média de concentração acionária e tangibilidade (Período Pós-Covid)

Grupo 1			Grupo 2			Diferença de Médias / Medianas		
CA	T	Medida	CA	T	Medida	Diferença	Teste	Resultado
NC	-T	μ : 0,073 Q ₂ : 0,076 n: 21	Co	+T	μ : 0,070 Q ₂ : 0,052 n: 32	μ : 0,003 Q ₂ : 0,023	MW	Medianas diferentes
Co	-T	μ : 0,075 Q ₂ : 0,076 n: 9	NC	+T	μ : 0,075 Q ₂ : 0,074 n: 12	μ : 0,000 Q ₂ : 0,002	<i>t</i>	Medias iguais
NC	-T	μ : 0,073 Q ₂ : 0,076 n: 21	Co	-T	μ : 0,075 Q ₂ : 0,076 n: 9	μ : -0,003 Q ₂ : -0,000	<i>t</i>	Medias iguais
Co	+T	μ : 0,070 Q ₂ : 0,052 n: 32	NC	+T	μ : 0,075 Q ₂ : 0,074 n: 12	μ : -0,005 Q ₂ : -0,022	MW	Medianas diferentes
Co	-T	μ : 0,075 Q ₂ : 0,076 n: 9	Co	+T	μ : 0,070 Q ₂ : 0,052 n: 32	μ : -0,006 Q ₂ : -0,024	MW	Medianas iguais
NC	-T	μ : 0,073 Q ₂ : 0,076 n: 21	NC	+T	μ : 0,075 Q ₂ : 0,074 n: 12	μ : -0,003 Q ₂ : 0,001	<i>t</i>	Medias iguais

Nota: Quando pelo menos um dos grupos não apresentou distribuição normal, foi utilizado o teste de medianas de Mann-Whitney (MW), caso contrário, usou-se o teste *t* (*t*). CA: Concentração Acionária. T: Tangibilidade; NC: Não Concentrado; Co: Concentrado; -T: Menor Tangibilidade; +T: Maior Tangibilidade; μ : Média; Q₂: Mediana; n: Amostra.

A Tabela 10, que analisa o período Pós-Covid, revelou que empresas com menor tangibilidade e menor concentração acionária apresentaram um custo da dívida mais elevado quando comparadas aos seus opostos, com uma diferença de medianas de 0,023. Além disso, ao comparar as empresas dentro do grupo de alto grau de tangibilidade, o custo da dívida também foi mais elevado nas empresas menos concentradas, com uma diferença de medianas de -0,022. Esses resultados indicam que tanto a tangibilidade quanto a concentração acionária influenciaram o custo da dívida. No entanto, em ambos os testes realizados, o fator que mais se destacou foi possuir uma menor concentração acionária, sugerindo que a estrutura de propriedade das empresas obteve um papel relevante na determinação do custo da dívida ao ser associado a tangibilidade.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo principal deste estudo foi investigar a relação entre o custo da dívida e a concentração acionária das empresas brasileiras abertas, além de relacionar com indicadores financeiros, como giro do ativo, endividamento e tangibilidade. Os resultados indicam que ser mais eficiente e menos concentrada resultou em menores encargos financeiros em comparação com empresas menos concentradas e menos eficientes. Porém, esse resultado foi observado apenas no período Pós-Covid, indicando que a eficiência foi um parâmetro relevante somente nesse período.

Em relação aos resultados do endividamento, ao comparar as três análises, observou-se uma diferença mais significativa no período da Covid, de -0,035. Nesse período, empresas com maior concentração acionária e maior endividamento apresentaram um custo da dívida superior em comparação às empresas com menor concentração acionária e menor endividamento. No entanto, verificaram-se variações divergentes entre o período da crise e da recuperação econômica, o que indica a necessidade de pesquisas futuras em contextos mais amplos.

Além disso, a tangibilidade não se mostrou um fator determinante quando analisado em um período mais amplo, contrariando a teoria de que empresas com maior tangibilidade apresentam custos menores devido às garantias oferecidas. No entanto, ao examinar os períodos de forma individual, identificaram-se variações, sendo a mais significativa no período Pós-Covid, com uma diferença de 0,23. Portanto, empresas com menor tangibilidade e menor concentração acionária apresentaram um custo da dívida mais elevado em relação às empresas com maior tangibilidade e maior concentração acionária.

Dessa forma, tanto os setores de atuação quanto o nível de endividamento têm uma influência mais significativa no cálculo do custo da dívida. Por outro lado, o nível de concentração acionária não se mostrou um fator determinante. As limitações encontradas referem-se, inicialmente, ao tamanho da amostra, que pode ser ampliado para melhorar a robustez dos resultados. Quanto maior a amostra, menor tende a ser a margem de erro, o que aumenta a precisão das estimativas, a confiabilidade das conclusões e o poder estatístico da análise.

Outra limitação refere-se ao uso de uma única métrica de concentração acionária, o que pode restringir a compreensão da verdadeira distribuição de poder entre os acionistas. Para uma análise mais precisa, seria relevante realizar pesquisas utilizando diferentes índices de concentração acionária, a fim de verificar se há divergências nos resultados e aumentando o nível de detalhamento.

Além disso, o método de mensuração do custo da dívida pode gerar resultados divergentes, dependendo da métrica utilizada. A coleta manual de dados também pode ser suscetível a erros humanos e à falta de dados acessados, comprometendo a precisão. Quanto aos períodos analisados, podem ser ampliados para uma compreensão mais abrangente. Uma vez que existem variações nas condições de mercado e economia. Além disso, é interessante utilizar outros indicadores, como governança corporativa e tamanho das empresas, para enriquecer ainda mais a análise.

REFERÊNCIAS

- ALBANEZ, Tatiana; SCHIOZER, Rafael Felipe. Concentração de Propriedade e Outros Determinantes da Presença de Covenants em Contratos de Dívida de Companhias Listadas na B3. BBR. **Brazilian Business Review**, v. 19, p. 372-395, 2022.
- ALMEIDA, KKN de; FRANÇA, RD de. Teorias aplicadas à pesquisa em contabilidade: Uma introdução às teorias econômicas, organizacionais e comportamentais. **Editora UFPB**, 2021.
- BARBOSA, Fernando de Holanda. A crise econômica de 2014/2017. **Estudos avançados**, v. 31, p. 51-60, 2017.
- Barros, C. M. E., da Silva, P. Y. C., & Voese, S. B. Relação entre o custo da dívida de financiamentos e governança corporativa no Brasil. **Contabilidade, Gestão e Governança**, 18(2), 2015.
- BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: Macmillan Publishing Co., 1932.
- DA SILVA, Mygre Lopes; DA SILVA, Rodrigo Abbade. Economia brasileira pré, durante e pós-pandemia do covid-19: impactos e reflexões. **Observatório Socioeconômico da Covid-FAPERGS**, 2020.
- DE LUCENA PINHEIRO, Mateus et al. A CONTABILIDADE COMO FERRAMENTA DE ANÁLISE PARA A CONCESSÃO DE CRÉDITO POR INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS. **Revista Contemporânea**, v. 3, n. 9, p. 15390-15414, 2023.
- DOS SANTOS, Wesley Cirino; RODRIGUES, Ludmila Teixeira; LAMOUNIER, Wagner Moura. **Qualidade da Informação Contábil Impacta o Custo da Dívida? Evidências de Firms não Financeiras da [B] 3**. 2020.
- EINSWEILLER, André Carlos; MOURA, Geovannne Dias de; KRUGER, Silvana Dalmutt. **Influência da governança corporativa no custo da dívida de companhias abertas familiares**. 2020.
- GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. Editora Atlas SA, 2002.
- JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. **THEORY OF THE FIRM: MANAGERIAL BEHAVIOR, AGENCY COSTS AND OWNERSHIP STRUCTURE**. [S. l.], v. 3, p. 305-360, 1976.
- KONRAHT, Jonatan Marlon; CAMARGO, Raphael Vinicius Weigert; VICENTE, Ernesto Fernando Rodrigues. Excesso de controle acionário: um estudo de seu reflexo sobre o custo da dívida das empresas abertas brasileiras. In: **Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC**, 2015.
- KONRAHT, Jonatan Marlon; CONSONI, Silvia; DA FONSECA, Marcos Wagner. 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 (REPeC)**, v. 14, n. 2, 2020.
- La Porta, R.; Lopez-de-Silanes, F.; Shleifer, A.; Vishny, R. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, 58(1-2), 3-27, 2000.

MACHADO, Werley Antônio Mendonça; OLIVEIRA, Edgard Costa; DA SILVA LEITE, Lucilene. Gestão de riscos no processo de modelagem do risco de crédito em instituições financeiras. **Brazilian Journal of Development**, v. 7, n. 4, 2021.

Martins, H. C.; Schiehl, E.; Terra, P. R. S. Do shareholder protection and creditor rights have distinct effects on the association between debt maturity and ownership structure? **Journal of Business Finance & Accounting**, 47(5-6), 708-729, <https://doi.org/10.1111/jbfa.12430>, 2020.

MENDONÇA, Flávia F. P.; MARTINS, Henrique Castro; TERRA, Paulo R. S. Estrutura de Capital e Mecanismos de Governança Externos à Firma: Uma Análise Multipaís. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 23, n. 6, p. 765-785, 2019. DOI: 10.1590/1982-7849rac2019190109.

MYERS, Stewart C. Determinants of corporate borrowing. **Journal of Financial Economics**, v. 5, n. 2, p. 147-175, 1977.

PARTYKA, Raul Beal; LANA, Jeferson. Estrutura de Propriedade como um Mecanismo de Governança Corporativa no Brasil. **RAGC**, v. 8, n. 34, 2020.

PEDERSEN, T.; THOMSEN, S. European patterns of corporate ownership: a twelve-country study. **Journal of International Business Studies**, v.28, n.4, p.759-778, Fourth Quarter, 1997.

PRODANOV, Cleber Cristiano; DE FREITAS, Ernani Cesar. **Metodologia do trabalho científico: métodos e técnicas da pesquisa e do trabalho acadêmico-2ª Edição**. Editora Feevale, 2013.

RIBEIRO, João Paulo Machado; DA SILVA VIANA, Dêner Matheus; MARTINS, Orleans Silva. Efeito do ciclo de vida na relação entre qualidade da governança corporativa e custo da dívida das empresas abertas no Brasil. **Contabilidade Gestão e Governança**, v. 24, n. 3, p. 293-311, 2021.

SIQUEIRA, T. V. Concentração da Propriedade nas Empresas Brasileiras de Capital Aberto. **Revista do BNDES**. Rio de Janeiro, v. 5, nº 10, p.37-62, dez. 1998.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SILVA, Mariana Câmara Gomes. **Custo da dívida frente ao relato integrado e ao gerenciamento de resultados contábeis: evidências no Brasil**. 2022. Dissertação de Mestrado. Universidade Federal do Rio Grande do Norte.

SOBRINHO, Paulo Nazário; DE SOUZA FRANCISCO, José Roberto. Relação entre Governança Corporativa e Gerenciamento de Resultados. **Revista Valore**, v. 6, p. 158-176, 2021.