

**Inspere Instituto de Ensino e Pesquisa**  
**Programa de Mestrado Profissional em Administração**

**Carlos Frederico Kiyoshi Vasconcelos Inoue**

**CAPITALISMO DE ESTADO NO BRASIL:**  
**UMA ANÁLISE DAS PARTICIPAÇÕES MINORITÁRIAS DO BANCO**  
**NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL**  
**(BNDES) ENTRE 1995 E 2009.**

**São Paulo**  
**2011**

Carlos Frederico Kiyoshi Vasconcelos Inoue

**CAPITALISMO DE ESTADO NO BRASIL:  
UMA ANÁLISE DAS PARTICIPAÇÕES MINORITÁRIAS DO BANCO  
NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL  
(BNDES) ENTRE 1995 E 2009.**

Dissertação apresentada ao Programa de Mestrado Profissional em Administração do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, como parte dos requisitos para a obtenção do título de Mestre em Administração.

Área de concentração: Estratégia

Orientador: Prof. Dr. Sérgio Giovanetti Lazzarini - Insper

**São Paulo**

**2011**

Inoue, Carlos F. K. V.

Capitalismo de Estado no Brasil: Uma Análise das Participações Minoritárias do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) entre 1995 e 2009. / Carlos F. K. V. Inoue; orientador: Prof. Dr. Sérgio Giovanetti Lazzarini – São Paulo: Insper, 2011.

68 f.

Dissertação (Mestrado – Programa de Mestrado Profissional em Administração. Área de concentração: Estratégia) – Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

1. Banco de desenvolvimento 2. Política industrial 3. Desempenho 4. Brasil

# FOLHA DE APROVAÇÃO

Carlos Frederico Kiyoshi Vasconcelos Inoue

Capitalismo de Estado no Brasil: Uma Análise das Participações Minoritárias do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) entre 1995 e 2009.

Dissertação apresentada ao Programa de Mestrado Profissional em Administração do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, como parte dos requisitos para a obtenção do título de Mestre em Administração.

Área de concentração: Estratégia

## Banca Examinadora

Prof. Dr. Sérgio Giovanetti Lazzarini

Orientador

Instituição: Insper

Assinatura: \_\_\_\_\_

Prof. Dr. Dirk Michael Boehe

Instituição: Insper

Assinatura: \_\_\_\_\_

Prof. Dr. Aldo Musacchio

Instituição: Harvard Business School

Assinatura: \_\_\_\_\_

## RESUMO

INOUE, Carlos F. K. V. **Capitalismo de Estado no Brasil: Uma Análise das Participações Minoritárias do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) entre 1995 e 2011**. 2011. 68 f. Dissertação (Mestrado) – Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2011.

A influência dos governos sobre as empresas é raramente contestada. Apesar disso, poucos estudos investigaram os efeitos de políticas industriais sobre o desempenho das empresas. Usando uma base de 293 empresas de capital aberto, negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) entre 1995 e 2009, demonstra-se uma variação no efeito das participações societárias do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) sobre o desempenho contábil das empresas (ROA). O efeito positivo verificado no período 1995-2002 não é sustentado no período 2003-2009. Conjectura-se que a evolução do mercado financeiro, entre estes dois períodos, alterou o potencial de criação de valor do capital do BNDES. Observa-se, adicionalmente, que sob um contexto de fraca proteção aos acionistas minoritários, as participações minoritárias do BNDES em grupos econômicos têm um efeito negativo sobre o desempenho das empresas. Portanto, os resultados sugerem que as participações de um banco de desenvolvimento têm um maior efeito sobre o desempenho das empresas quando as firmas estão inseridas em um ambiente com maior restrição de crédito, quando o capital é usado para promover investimentos e quando os acionistas minoritários estão protegidos da interferência governamental e da expropriação pelos acionistas controladores.

Palavras-chave: Banco de desenvolvimento; política industrial; desempenho; Brasil

## **ABSTRACT**

INOUE, Carlos F. K. V. **State Capitalism in Brazil: Analysis of the Brazilian National Development Bank (BNDES) equity purchases between 1995 and 2009.** 2011. 68 p. Dissertation (Mastership) – Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2011.

The influence of governments on enterprises is rarely challenged. Nevertheless, few studies have investigated the effects of industrial policies on the companies' performance. Using a database of 293 firms traded on the São Paulo Stock Exchange between 1995 and 2009, I demonstrate variation in the extent to which firms benefited from BNDES (the Brazilian National Development Bank) equity purchases. I find having BNDES as a minority owner to increase firms' return on assets between 1995 and 2002, but not during the 2003-2009 period. I conjecture that the evolution of financial market between these two periods has reduced the value-creating potential of BNDES' capital allocations. It is also noted that, under a weak minority shareholder protection, the BNDES' capital allocations in economic groups is associated with a negative effect on performance. Thus, the results suggest that minority stakes by a development bank can have a positive effect on performance when firms are inserted in a capital constraint environment, when the BNDES capital is used to promote investments and when the minority shareholders are shielded from governmental interference and expropriation by the controlling shareholders.

Keywords: Development bank; industrial policy; performance; Brazil

## LISTA DE TABELAS

<b>TABELA 1.</b> Participações diretas e indiretas do BNDES (1995-2009) .....	<b>53</b>
<b>TABELA 2.</b> Variáveis e estatísticas descritivas .....	<b>54</b>
<b>TABELA 3.</b> O efeito das participações do BNDES sobre ROA e q de Tobin (1995-2002) .....	<b>55</b>
<b>TABELA 4.</b> O efeito das participações do BNDES sobre ROA e q de Tobin (2003-2009) .....	<b>56</b>
<b>TABELA 5.</b> O efeito das participações do BNDES sobre leverage, fixed, $\Delta$ fixed, capex e finex (1995-2002) .....	<b>57</b>
<b>TABELA 6.</b> O efeito das participações do BNDES sobre leverage, fixed, $\Delta$ fixed, capex e finex (2003-2009) .....	<b>58</b>
<b>TABELA 7.</b> Fatores que afetam a probabilidade de o BNDES ser um acionista minoritário (1995-2002) .....	<b>59</b>
<b>TABELA 8.</b> Fatores que afetam a probabilidade de o BNDES ser um acionista minoritário (2003-2009) .....	<b>60</b>
<b>TABELA 9.</b> Hipóteses e resultados .....	<b>61</b>

## **LISTA DE FIGURAS**

<b>FIGURA 1.</b> Capitalização bursátil (% do PIB) .....	<b>62</b>
<b>FIGURA 2.</b> Oferta de crédito pelo setor bancário (% do PIB).....	<b>63</b>
<b>FIGURA 3.</b> Volume negociado na BM&F Bovespa (% do PIB).....	<b>64</b>
<b>FIGURA 4.</b> Número de IPOs (“initial public offerings”) na BM&F Bovespa .....	<b>65</b>



# SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO.....</b>	<b>9</b>
<b>2. TEORIA E HIPÓTESES .....</b>	<b>15</b>
<b>3. O CONTEXTO BRASILEIRO .....</b>	<b>26</b>
<b>4. BNDES.....</b>	<b>28</b>
<b>5. DADOS .....</b>	<b>30</b>
<b>6. ABORDAGEM EMPÍRICA .....</b>	<b>31</b>
<b>7. RESULTADOS E DISCUSSÃO .....</b>	<b>33</b>
7.1. EFEITO DAS PARTICIPAÇÕES DO BNDES SOBRE DESEMPENHO .....	33
7.2. EFEITO DAS PARTICIPAÇÕES DO BNDES SOBRE O GRAU DE INVESTIMENTO E ENDIVIDAMENTO.....	35
7.3. DETERMINANTES DA SELEÇÃO DE EMPRESAS .....	38
7.4. RESUMO.....	39
<b>8. CONCLUSÃO .....</b>	<b>42</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>45</b>

## 1. INTRODUÇÃO

Diversos estudos apontaram a importância das instituições – as “regras do jogo” formais e informais da sociedade (NORTH, 1990) – sobre a forma como as empresas se organizam e desenvolvem suas estratégias (DIMAGGIO; POWELL, 1983; NORTH, 1990). Com o intuito de se compreender como, em quais circunstâncias, quanto e de que forma as instituições influenciam o ambiente econômico e corporativo, diversos estudos teóricos e empíricos foram publicados nas últimas décadas (PENG; HEATH, 1996; PENG; LUO, 2000; HOSKISSON; EDEN; LAU; WRIGHT, 2000; WRIGHT; FILATOTCHEV; HOSKISSON; PENG, 2005; PENG; SUN; PINKHAM; CHEN, 2009). Apesar do avanço na literatura, poucos estudos foram dedicados a compreender como os governos afetam as estratégias e o desempenho das empresas. Governos definem e mudam as “regras do jogo” e as empresas desenvolvem respostas estratégicas de forma a assegurar a legitimidade e garantir o acesso a recursos essenciais (OLIVER, 1991; SHAFFER, 1995).

A maioria dos trabalhos que analisaram a influência governamental buscou comparar o desempenho de empresas públicas e privadas (CHILD; LU, 1996; SHLEIFER, 1998) e analisar as estratégias e o desempenho de empresas estatais após o processo de privatização (DHARWADKAR; GEORGE; BRANDES, 2000; LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES, 1999). No entanto, em muitos países, o processo de privatização não foi completo e muitas empresas estatais foram apenas parcialmente transferidas para a esfera privada (BORTOLOTTI; FACCIO, 2009; GUPTA, 2005; WANG, 2009). Além disso, muitos governos ao redor do mundo participam ativamente do ambiente corporativo, não apenas como forma de organizar o processo produtivo em indústrias caracterizadas por monopólios naturais ou por elevadas externalidades, mas também como forma de exercer política industrial (RODRIK, 2008).

Apesar dos esforços de privatização que ocorreram no mundo nas últimas três décadas, o capitalismo de Estado (i.e., o Estado controlando proporções significativas dos ativos da economia) é ainda observado em diversos países ao redor do mundo (LAZZARINI; MUSACCHIO, 2010). Enquanto em alguns países, o governo não abdicou do controle das empresas (utilizando mecanismos que alavancam o poder de voto dos seus investimentos tais como ações com poderes especiais ou estruturas piramidais), em outros, o governo tornou-se

acionista minoritário, com poderes de decisão limitados. Além disso, políticas industriais em diversos países têm induzido o governo a participar cada vez mais na economia e, em muitas circunstâncias, na estrutura de propriedade das empresas. Em especial após a crise financeira do segundo semestre de 2008, os governos promoveram políticas econômicas anticíclicas e incentivaram processos de fusão e aquisição, em algumas destas com participação direta do Estado (LAZZARINI, 2011).

No Brasil, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) tem sido um dos principais instrumentos de política industrial desde o início das privatizações na década de 1990 até os dias atuais (ALMEIDA, 2009). Central no processo de privatização, o BNDES, através da sua subsidiária de investimento em participações (BNDESPar), adquiriu participações minoritárias em diversas empresas, geralmente em consórcio com grupos privados nacionais e estrangeiros (DE PAULA; FERRAZ; IOOTTY, 2002). Mais recentemente, os processos de abertura de capital de novas empresas e as ondas de fusões e aquisições (promovidas em consequência à maior exigência de internacionalização e à crise financeira de 2008) foram, em grande parte, apoiados pelo BNDES, alavancando a carteira de ativos do BNDESPar (ALMEIDA, 2009).

A ampla presença do governo na estrutura societária das empresas (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999) e a sua influência sobre as regras formais da sociedade (NORTH, 1990) impactam profundamente as estratégias e o desempenho das empresas. A forma como os governos afetam o desempenho das empresas e a forma como as empresas respondem estrategicamente a esta relação são as motivações deste trabalho.

O objetivo do presente trabalho é analisar sob quais condições, governos, como acionistas minoritários<sup>1</sup>, afetam o desempenho de longo prazo das empresas. O estudo procura integrar a literatura em estratégia [em especial, “institution-based view” (IBV), “transaction costs economics” (TCE) e “resource-based view” (RBV)] com a literatura em política industrial.

O presente trabalho colabora com a literatura em estratégia ao analisar a influência do governo ao longo do tempo, ou seja, sob diferentes condições institucionais. Espera-se, num primeiro momento (no qual existem restrições de crédito), que a participação do governo

---

<sup>1</sup> Neste trabalho, assumem-se acionistas minoritários aqueles acionistas que não detêm o direito de controle, ou seja, não possuem mais que 50% das ações com direito a voto (incluindo participações diretas e indiretas).

possa reduzir as incertezas nas transações e organizar e alavancar recursos necessários para o desenvolvimento das empresas (e.g. fornecer crédito e promover infra-estrutura necessária) (RODRIGUEZ; DINIZ; FERRER, 2007). À medida que instituições são criadas ou aperfeiçoadas, intermediários especializados tendem a assumir algumas funções previamente desempenhadas pelo governo (PENG, 2003). Para garantir a sobrevivência e o desempenho no longo prazo, as empresas não devem depender apenas de estratégias associativas com governos, mas devem alavancar recursos e competências internas (PENG; LUO, 2000).

O estudo também contribui com a crescente literatura sobre os efeitos da participação do governo nas empresas e o impacto sobre o crescimento econômico do país. Estudos apontaram para o uso de empresas estatais para benefício privado (SHLEIFER; VISHNY, 1994) e para os problemas de incentivo e monitoramento dos gestores destas empresas (TIROLE, 2001; FAMA, 1980; EHRLICH; GALLAIS-HAMONNO; LIU; LUTTER, 1994). Consistente com esta visão, estudos empíricos evidenciaram que empresas privadas têm, em geral, um desempenho melhor do que empresas estatais (BOARDMAN; VINING, 1989; LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES, 1999; ANUATTI-NETO; BAROSSO-FILHO; CARVALHO; MACEDO, 2005).

Espera-se, entretanto, que esta lógica não seja diretamente aplicada para as empresas nas quais o governo (via BNDES) tem participação minoritária. Primeiro, conjectura-se que a influência política (e.g. utilizar empresas para alavancar votos) sobre estas empresas seja menor do que a influência sobre empresas estatais. Segundo, a presença do BNDES como acionista é, normalmente, acompanhada pela operacionalização de linhas de crédito de longo prazo a taxas reduzidas, que reduzem as restrições de crédito, enfrentadas por empresas brasileiras que necessitam de empréstimos para execução de projetos de longa maturação. Terceiro, a presença do BNDES na composição acionária das empresas sinaliza para o mercado não apenas que estas empresas têm acesso a crédito de longo prazo, mas também que se algo der errado, estas empresas poderão ser socorridas pelo governo; dado o menor risco de falência, estas empresas tendem a conseguir captações de recursos no mercado a taxas mais atrativas.

Este trabalho é uma extensão do artigo de Lazzarini e Musacchio (2010). Os autores analisaram o impacto do BNDES, como acionista minoritário, sobre o desempenho de 296 empresas negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) no período entre 1995-

2003. O presente trabalho estende esta análise até 2009. A maior janela de tempo deste trabalho permite avaliar (1) mudanças no impacto do BNDES sobre o desempenho das empresas ao longo do tempo, e (2) diferenças nas estratégias adotadas pelas empresas em governos distintos. Além da variável de desempenho ROA (“return on assets”), utilizada no artigo de Lazzarini e Musacchio (2010), utiliza-se adicionalmente neste trabalho uma variável de desempenho ligada ao desempenho das ações das empresas no mercado (“Tobin’s Q”). Empregam-se ainda três variáveis adicionais (além de LEVERAGE e FIXED) para se averiguar as diferentes estratégias adotadas pelas empresas ao longo de dois governos; estas variáveis são CAPEX, medida pela adição ao ativo permanente sobre o ativo total, DELTA\_FIXED, medida pela variação na proporção entre ativo imobilizado e ativo total, e FINEX, medida pela razão entre despesas financeiras e dívida total bruta.

Utilizando um painel com efeitos fixos, as regressões apontam um efeito positivo e significativo das participações minoritárias do BNDES sobre ROA durante o período 1995-2002. Uma possível explicação para este efeito positivo refere-se à maior capacidade das empresas nas quais o BNDES é acionista minoritário de investir em projetos de longo prazo. Já no período 2003-2009, o efeito das participações minoritárias do BNDES sobre ROA, apesar de positivo, não é estatisticamente significativo. Por um lado, acredita-se que o desenvolvimento do mercado financeiro pode reduzir a necessidade de um banco de desenvolvimento, já que as empresas podem contar com outros instrumentos para financiamento de longo prazo. A capitalização bursátil da Bovespa (i.e. soma do valor de mercado das empresas negociadas na Bovespa em relação ao Produto Interno Bruto) era de apenas 19,2% em 1995; em 2009, a capitalização bursátil da Bovespa foi de 73,2%<sup>2</sup> (Figura 1). Por outro lado, este resultado pode ser consequência da entrada do BNDES em empresas com pior desempenho ou com menor isolamento político. Porém, os resultados não confirmam a entrada ou uma maior participação do BNDES em empresas de pior desempenho no período 2003-2009. Com relação à variável Tobin’s Q, não se observou um efeito significativo das participações do BNDES sobre esta variável de desempenho nos dois períodos analisados.

Dado a extensa presença de grupos econômicos em países emergentes (KHANNA; YAFEH, 2007), verificou-se se o efeito da participação do BNDES sobre desempenho seria diferente quando direcionada para estes grupos. Os resultados apontam um efeito negativo sobre ROA

---

<sup>2</sup> Fonte: World Bank <data.worldbank.org>

quando o BNDES tem participações minoritárias diretas em grupos econômicos no período 1995-2002. Oferecem-se duas explicações para este efeito. Primeiro, grupos econômicos desenvolvem mecanismos internos de financiamento como consequência das restrições no mercado financeiro local (KHANNA; PALEPU, 2000) e, portanto, a participação de um banco de desenvolvimento na composição societária destas empresas pode ser menos eficiente do que se alocada em empresas que não têm estes mecanismos de financiamento interno. Segundo, os acionistas controladores dos grupos econômicos podem expropriar os acionistas minoritários (como o BNDES), direcionando recursos para outras empresas do grupo ou investindo em projetos pessoais (BERTRAND; MEHTA; MULLAINATHAN, 2002; MORK; WOLFENZON; YEUNG, 2005). Este efeito negativo não se sustenta no período 2003-2009; conjectura-se que uma melhora na qualidade de governança corporativa das empresas brasileiras possa ter reduzido o risco de expropriação dos acionistas minoritários pelos acionistas controladores.

Observa-se, em especial, que participação direta do BNDES em grupos estatais está associada a um efeito negativo e significativo sobre o ROA no período 1995-2002. Possivelmente, os recursos advindos da participação do BNDES nestas empresas podem ter sido alocados para resgatar subsidiárias com problemas financeiros e para apoiar iniciativas políticas patrocinadas pelo grupo estatal (LAZZARINI; MUSACCHIO, 2010), ou seja, para motivos não ligados a maior eficiência e desempenho. Entre 2003 e 2009, a participação direta do BNDES em empresas pertencentes a grupos estatais não está associada a um menor ROA. Aparentemente, estas empresas melhoraram a governança corporativa e promoveram uma melhor utilização dos recursos (e.g. maior investimento em capital fixo e reestruturação do passivo oneroso)<sup>3</sup>.

Um possível canal para o melhor desempenho (ROA) das empresas que tinham o BNDES como acionista no período 1995-2002 seria o melhor acesso ao crédito. O BNDES, como acionista, poderia operacionalizar linhas de crédito do próprio banco ou de bancos estatais, ou sinalizar para o mercado que estas empresas estariam garantidas pelo governo (i.e. seriam resgatadas caso tivessem problemas financeiros), e, desta forma, reduzir o custo de captação da dívida. Não se observa, entretanto, um efeito significativo da participação do BNDES sobre o índice de alavancagem financeira (LEVERAGE), medido pela razão entre dívida bruta e

---

<sup>3</sup> Os efeitos da participação direta do BNDES em empresas ligadas a grupos estatais entre 2003 e 2009 devem ser interpretados com cautela, pois os resultados são derivados dos dados de apenas duas empresas: Petrobrás e Eletrobrás.

ativo total (com exceção da participação do BNDES em grupos estrangeiros no período 1995-2002; grupos estrangeiros teriam, provavelmente, maior facilidade de obter crédito no exterior). Esse resultado é mantido durante todo o período analisado.

Outro possível mecanismo para explicar o efeito da participação do BNDES sobre o desempenho seria o grau de investimento destas empresas. Entre 1995 e 2002, observa-se que a participação direta do BNDES está associada a um maior nível de investimento (tanto com relação à variável DELTA\_FIXED quanto à variável CAPEX). Já no período 2003-2009, não se verifica um efeito significativo da participação direta do BNDES sobre DELTA\_FIXED e CAPEX. Estes resultados corroboram a hipótese de que, na ausência de um mercado financeiro desenvolvido, as participações do BNDES podem aliviar as restrições de crédito e permitir a execução de investimentos de longo prazo, afetando positivamente o desempenho destas empresas.

Dado que o BNDES não seleciona aleatoriamente as empresas nas quais adquire participações societárias e dadas as críticas recentes de que o BNDES estaria adquirindo participações societárias em empresas de forma a criar artificialmente “campeões nacionais”, examina-se, adicionalmente, se empresas com melhor desempenho têm maiores chances de serem escolhidas pelo BNDES. Para tanto, utiliza-se um Logit Condicional, regredindo a variável discreta BNDES (i.e. se o BNDES é acionista da empresa, direta ou indiretamente) contra variáveis de desempenho (ROA) e de controle. Emprega-se ainda um painel com efeitos fixos para avaliar se um melhor desempenho (ROA) influencia a porcentagem de participação direta do BNDES (variável contínua BNDESDir, medindo a participação societária direta do BNDES). Não há evidências de que o BNDES seleciona empresas com melhor desempenho no período 1995-2002; no entanto, os resultados apontam que, no período 2003-2009, empresas com melhor desempenho têm maiores chances de serem escolhidas pelo BNDES e de o banco possuir uma maior porcentagem da composição societária. Este resultado reforça as críticas de que, entre 2003-2009, o BNDES estaria incentivando a formação de “campeões

nacionais”<sup>4</sup> e alerta para o fato de o BNDES estar escolhendo empresas com melhor desempenho e, não, a causalidade reversa.

O trabalho está organizado da seguinte forma. Na próxima seção, apresenta-se a revisão de literatura e são desenvolvidas e derivadas as hipóteses do trabalho. Na terceira seção, são apresentados o ambiente e o contexto da pesquisa. Na quarta seção, detalha-se o papel do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Os dados e as variáveis utilizadas são apresentados na quinta seção. A metodologia é apresentada na sexta seção. Em seguida, apresenta-se e se discute os resultados encontrados; finalmente, conclui-se o trabalho e são apresentadas as limitações da pesquisa, bem como sugestões para futuros trabalhos.

## 2. TEORIA E HIPÓTESES

Os diversos trabalhos publicados nas duas últimas décadas levaram à consolidação da “institution-based view” (IBV) como corrente teórica predominante no estudo de economias emergentes (WRIGHT et al., 2005). Segundo Hoskisson et al. (2000), as estratégias desenvolvidas pelas empresas em economias emergentes – “low-income, rapid-growth countries using economic liberalization as their primary engine of growth” – durante o período de mudança institucional podem ser melhor analisadas considerando-se a interação entre a IBV e outras perspectivas [tais como “transaction costs economics” (TCE) e “resource-based view” (RBV)]. De forma a compreender os efeitos da participação do governo (através de um banco de desenvolvimento) nas empresas ao longo de tempo, utiliza-se, neste trabalho, conceitos e idéias da IBV, da TCE e da RBV.

Segundo a IBV, instituições definem regras formais e informais que regulam o comportamento dos atores e determinam a legitimidade das suas ações (NORTH, 1990). Instituições são importantes porque reduzem a incerteza nas relações entre atores e restringem as escolhas estratégicas das empresas, afetando, conseqüentemente, o seu desempenho

---

<sup>4</sup> O incentivo a formação de “campeões nacionais” não é necessariamente ruim. Existem, na literatura, argumentos a favor e contra políticas industriais. Se por um lado, políticas industriais podem contornar os problemas decorrentes de “learning economies”, “information externalities” e “coordination failures”, por outro, políticas industriais podem ensejar a corrupção e a captura da esfera pública por entidades privadas. Para uma discussão mais detalhada sobre políticas industriais, ver Apêndice 1.



(PENG, 2002). Dado o processo de evolução institucional pelo qual passam os países emergentes, a IBV, por si só, ofereceria uma percepção de como diferentes ambientes institucionais determinam as estratégias e o desempenho das empresas. No entanto, uma compreensão aprimorada dos efeitos das participações do governo pode ser obtida através da interação entre a IBV e outras perspectivas (TCE e RBV).

A TCE estuda a influência dos custos de transação sobre as formas de governança da atividade produtiva (i.e., hierarquia, mercado, híbrida) (WILLIAMSON, 1975). Segundo a TCE, empresas devem minimizar a soma dos custos de transação e dos custos de coordenação para execução de determinada atividade (WILLIAMSON, 1985). Economias emergentes, em geral, distinguem-se dos países desenvolvidos pela ausência de instituições eficientes. Economias emergentes, sobretudo no período inicial de liberalização econômica, não contam com uma estrutura legal eficiente (i.e. ausência de leis e regulamentos ou problemas de resolução de disputas – “enforcement”) e, desta forma, exibem mercados financeiros (“debt and equity markets”) incipientes (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER; VISHNY, 1998). Somada à instabilidade macroeconômica e política, verifica-se um elevado grau de oportunismo e “rent shifting” nessas economias (HOSKISSON et al., 2000). Assim sendo, estas economias enfrentam, inicialmente, um elevado custo de transação no mercado. À medida que as instituições são desenvolvidas (i.e. leis e regras mais transparentes, intermediários especializados), os custos de transação no mercado tendem a cair e as empresas podem, gradualmente, optar por uma estratégia de mercado (“arm’s length transactions”).

A RBV dedica-se a compreender as diferenças entre as empresas e como elas sustentam vantagens competitivas. Segundo Penrose (1979), as competências heterogêneas conferem características únicas às empresas e são fontes de vantagem competitiva. Posteriormente, Barney (1991) propôs que empresas com recursos ou competências valiosas, raras, difíceis ou custosas de imitar e que não tenham substitutos têm vantagens competitivas distintas. Em economias emergentes, onde a infra-estrutura é deficiente e a incerteza regulatória é elevada, a associação com o governo pode fornecer vantagens competitivas associadas à obtenção de capital de longo prazo, que é um recurso escasso. Assim sendo, a interação entre a IBV e a

RBV possibilita uma melhor compreensão de como a relação entre empresas e governos afeta o desempenho das firmas ao longo do processo de mudança institucional<sup>5</sup>.

O desenvolvimento do mercado financeiro (“debt and equity markets”) em países emergentes é freqüentemente restringido pela fraca proteção legal e pelos altos custos de transação (YEYATI; MICCO; PANIZZA, 2004). Conseqüentemente, empresas deixam de investir ou devido à falta de recursos financeiros ou devido ao elevado prêmio de risco cobrado pelos credores. Dado o baixo nível de investimento, estas empresas tendem a perder competitividade e a reduzir a lucratividade no longo prazo.

Nestes países, bancos de desenvolvimento podem aliviar as restrições de crédito e garantir a execução de projetos de longa maturação com valor presente líquido positivo (RODRIK, 2004). Os bancos de desenvolvimento oferecem, usualmente, créditos subsidiados de longo prazo com o intuito de fomentar novos setores econômicos ou aumentar a produtividade de determinadas indústrias. No entanto, no Brasil e em alguns países emergentes, bancos de desenvolvimento também atuam no mercado de ações (“equity markets”), adquirindo participações societárias de empresas.

Analisando as 500 maiores empresas industriais fora dos EUA (compiladas pela revista Fortune) em setores não regulados, Boardman e Vining (1989) identificaram que empresas estatais e empresas de capital misto (i.e. empresas cujas ações estão em poder do setor público e do setor privado) têm desempenho inferior a empresas privadas. Segundo os autores, o resultado decorre dos problemas de agência derivados da estrutura de propriedade das empresas nas quais o governo é acionista. Chhibber e Majumdar (1998) investigaram o efeito de diferentes participações do governo sobre o desempenho das empresas na Índia. Os autores apontaram que se o governo detém o controle da empresa (i.e. mais de 50% das ações), então a participação acionária do governo influencia negativamente o desempenho da empresa; por outro lado, se o governo tem uma participação minoritária (i.e. inferior a 50% das ações), então a participação acionária do governo não tem um efeito significativo sobre o desempenho da empresa. Os resultados também indicam que empresas controladas pelo Estado têm, em

---

<sup>5</sup> A influência do governo sobre as empresas é extensa. Além de proteger os direitos à propriedade privada e preservar o cumprimento de contratos, os governos determinam a estrutura dos setores industriais (através de barreiras à entrada, subsídios, taxações e diretrizes regulatórias que provocam mudanças na estrutura de custo das empresas), a oferta de bens e serviços e o tamanho dos mercados (através de subsídios e compras governamentais) (SCHULER; REHBEIN; CRAMER, 2002). Dada a importância do governo sobre as atividades produtivas, manter relações com aqueles que determinam as “regras do jogo” torna-se uma das mais importantes estratégias das empresas (KEIM; ZEITHAML, 1986; SCHULER; REHBEIN; CRAMER, 2002).

geral, um desempenho inferior a empresas nas quais o Estado é um acionista minoritário. Assim como Boardman e Vining (1989), Chhibber e Majumdar (1998) sugerem que estes resultados corroboram a hipótese de atenuação dos direitos de propriedade nas empresas controladas pelo Estado. Estes dois trabalhos, no entanto, basearam-se numa análise cross-section. Utilizando dados em painel, Gupta (2005) estudou o desempenho de empresas parcialmente privatizadas na Índia entre 1990 e 2000. Os resultados indicaram que empresas parcialmente privatizadas obtiveram maiores índices de lucratividade, de produtividade do trabalho e de investimento se comparado com empresas estatais. Dadas as evidências de que a interferência política sobre as empresas parcialmente privatizadas se manteve (e.g. o processo de privatização não foi acompanhado de demissões), o autor conclui que estas empresas têm desempenho superior devido à melhor estrutura de incentivos e monitoramento dos gestores (“managerial view”). Outro estudo com dados em painel, Wang (2009) analisou o desempenho de empresas cujo controle passou da mão de agências governamentais para empresas estatais chinesas entre 1997 e 2007. O autor observou um efeito positivo sobre o desempenho destas empresas e argumentou que o efeito é consequência da melhor governança corporativa destas empresas<sup>6</sup>. Entretanto, tanto no processo de privatização parcial (GUPTA, 2005) quanto no processo de quase-privatização (WANG, 2009), o governo manteve-se como acionista controlador. No presente trabalho, o governo (através do BNDES) assume o papel de acionista minoritário. Assim sendo, espera-se uma menor interferência política (comparado com as empresas dos estudos acima). Outra diferença refere-se ao processo que resultou na participação acionária do governo nas empresas. Enquanto os estudos acima analisaram, basicamente, o processo de privatização parcial (i.e. empresas estatais sendo parcialmente adquiridas pelo setor privado), o presente trabalho investiga casos em que o governo adquire participações societárias de forma estratégica, ou seja, exercendo política industrial.

Segundo Williamson (1988), o financiamento através de ações (“equity”) é preferível em relação ao financiamento através de dívida (“debt”) quando o investimento for feito em ativos específicos (“nonredeployable assets”) devido aos menores custos de governança (ex post) do primeiro modo de financiamento.

O financiamento através de empréstimos (“debt”) exige pagamentos fixos durante o contrato; se a empresa não cumprir estes pagamentos (e.g. devido a uma conjuntura desfavorável), os

---

<sup>6</sup> Para maiores detalhes, ver Apêndice 2.

credores exigirão a liquidação da empresa. A capacidade dos credores de recuperar o valor emprestado dependerá do grau de especificidade do ativo. Quanto maior a especificidade do ativo, menor será a capacidade dos credores recuperarem o valor emprestado e, desta forma, os termos do financiamento através de dívida (“debt”) serão ajustados adversamente. Dado o prospecto de que investimentos em ativos específicos serão financiados em condições adversas, a empresa poderá optar por investimentos em ativos com menor grau de especificidade (“greater redeployability”). No entanto, o investimento em ativos com menor grau de especificidade pode aumentar os custos e reduzir a qualidade.

Desta forma, o financiamento através de ações (“equity”) oferece maior flexibilidade sobre a forma de pagamento do investimento e sobre a escolha da característica do ativo. Segundo Williamson (1988), quanto maior o grau de especificidade dos ativos, maior será o custo de governança de ambos os modos de financiamento; no entanto, os custos de governança (ex post) do financiamento através de dívida (“debt”) aumentam mais rapidamente, porque este modo de financiamento poderá, ocasionalmente, forçar a liquidação da empresa (devido a flutuações de curto prazo) ou comprometer decisões de investimento.

Os altos custos de transação, a assimetria de informação e o elevado risco sistemático dificultam o financiamento através de terceiros (“debt”) em países emergentes. O elevado tempo e custo para resolução de disputas contratuais, por exemplo, implica em maior risco para os credores; o pequeno número de analistas de mercado aumenta a assimetria de informação entre os gestores da empresa e os credores; instituições políticas recentes e instabilidade macroeconômica elevam o risco sistemático. Como consequência, o financiamento através de terceiros tende a ter taxas de juros altas e prazos menores, inviabilizando, muitas vezes, a execução de projetos de grande porte e de longo prazo. Nestes países, o financiamento através de ações (“equity”) pode ser a única (ou, pelo menos, a mais adequada) fonte de financiamento de projetos de longo prazo.

Desta forma, a capacidade de financiamento de longo prazo através de ações (“equity”) ofereceria condições para as firmas realizarem e renovarem os seus investimentos e, assim, obterem melhor desempenho.

**Hipótese 1: Em países emergentes, a participação de bancos de desenvolvimento na composição acionária tem um efeito positivo sobre o desempenho das empresas.**

**Hipótese 2: Em países emergentes, o efeito positivo da participação de bancos de desenvolvimento sobre o desempenho das empresas é resultado do maior nível de investimento em ativo fixo.**

Dada a ampla presença e elevada influência dos grupos econômicos nas economias emergentes (KHANNA; YAFEH, 2007; CARNEY; GEDAJLOVIC; HEUGENS; ESSEN; OOSTERHOUT, 2011), verifica-se se o efeito da participação de um banco de desenvolvimento sobre desempenho é diferente quando associado a empresas afiliadas a grupos econômicos.

Sob uma perspectiva econômica, grupos econômicos – “a set of firms which, though legally independent, are bound together by a constellation of formal and informal ties and are accustomed to taking coordinated actions” – são respostas às imperfeições no mercado (KHANNA; RIVKIN, 2001, p.47). Eles internalizam atividades (e.g. levantar capital para investimento) que, nos países desenvolvidos, são desempenhadas por intermediários especializados (YIU; BRUTON; LU, 2005). Diferentemente de empresas isoladas, empresas pertencentes a grupos econômicos podem financiar os seus projetos através da controladora (holding) ou de empresas coligadas<sup>7</sup> (i.e., através de mecanismos de financiamento interno) e, portanto, estas empresas têm uma menor dependência de recursos de terceiros. Portanto, assume-se que o capital de um banco de desenvolvimento terá um efeito mais positivo quando investido em firmas isoladas (i.e. que não pertencem a grupos econômicos), que não contam com mecanismos de financiamento interno<sup>8</sup>.

Adicionalmente, trabalhos indicaram que a estrutura de propriedade dos grupos econômicos pode alavancar problemas de agência (BAE; KANG; KIM, 2002; BERTRAND; MEHTA; MULLAINATHAN, 2002). Na maioria dos grupos econômicos, a propriedade é altamente concentrada e os acionistas controladores (geralmente indivíduos de uma mesma família) têm

---

<sup>7</sup> Grupos econômicos podem se especializar em intermediação financeira. Por atuar em diferentes setores da economia, grupos econômicos tendem a ter fluxos de caixa menos voláteis, oferecendo maior segurança ao financiamento de novos projetos. Além disso, muitos grupos econômicos foram formados em torno de instituições financeiras, ou seja, possuem um maior conhecimento sobre intermediação financeira. Por fim, a existência de laços formais e informais, somada à experiência do grupo, reduz os riscos dos empréstimos.

<sup>8</sup> Alternativamente, o investimento do BNDES em empresas pertencentes a grupos econômicos pode ser positivo. Um fenômeno comum em países emergentes, os grupos econômicos têm, possivelmente, uma probabilidade de sobrevivência maior do que empresas isoladas. Isso pode ser resultado da sua melhor capacidade de lidar com incertezas econômicas e políticas. Discutiu-se que grupos econômicos podem contornar restrições no mercado financeiro. Além disso, grupos econômicos podem ter um maior capital político (devido ao seu tamanho e escopo), antecipar e influenciar as ações do governo de forma a obter vantagens competitivas.

poderes de decisão (direitos de voto) superiores aos seus direitos ao fluxo de caixa (LA PORTA et al., 1999). Em economias emergentes, onde os mecanismos de proteção aos acionistas minoritários são geralmente ineficientes, os acionistas majoritários têm maiores incentivos para tomar decisões que beneficiem a si próprios a despeito dos acionistas minoritários (YOUNG; PENG; AHLSTROM; BRUTON; JIANG, 2008).

Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (2000) cunharam o termo “tunneling” para descrever a transferência de recursos das empresas (e dos acionistas minoritários) para os acionistas controladores. Segundo estes autores, “tunneling” pode ocorrer de maneira direta (através de fraude e roubo dos recursos da empresa) ou de forma indireta [através de fusões e aquisições entre firmas de um mesmo grupo (ou através da compra de determinados ativos); através de atividades comerciais entre as firmas de um mesmo grupo (via “transfer prices”); através de empréstimos entre empresas do grupo a taxas diferenciadas (superiores ou inferiores às taxas de mercado)]. Desta forma, a participação minoritária do BNDES pode ser canalizada (“tunneled”) para projetos privados dos acionistas controladores; o investimento do banco de desenvolvimento pode gerar valor para os acionistas controladores do grupo econômico, sem melhorar o desempenho das empresas nas quais foram compradas participações acionárias.

O efeito negativo da participação de um banco de desenvolvimento em um grupo econômico pode ser ainda mais crítico quando a injeção de capital for direcionada a um grupo estatal, devido ao menor isolamento político destas empresas. Estes recursos podem ser direcionados para motivos não associados à eficiência (SHLEIFER; VISHNY, 1994) e reduzir significativamente o desempenho da empresa. Coletivamente, estes argumentos sugerem que o efeito positivo do aporte de capital de um banco de desenvolvimento será reduzido ou mesmo desaparecerá quando direcionado a grupos econômicos.

**Hipótese 3: Em países emergentes, o efeito da participação de um banco de desenvolvimento será menor (ou mesmo negativo) quando direcionado a grupos econômicos.**

Muitos economistas e sociólogos destacaram a influência das instituições sobre o comportamento e desempenho das organizações (NORTH, 1990; SCOTT, 1995). Segundo North (1990, p. 3), “institutions are the rules of the game in a society or, more formally, are

the humanly devised constraints that shape human interaction.” Economistas enfatizaram, principalmente, o impacto das instituições sobre os custos de transação (WILLIAMSON, 1985). Segundo esta visão, um ambiente institucional mais desenvolvido é caracterizado pela presença de intermediários especializados, que minimizam os problemas de informação e contratação, estabelecendo uma estrutura de regras que reduzem os custos de transação entre diferentes atores (HOSKISSON et al., 2000).

Diferentemente dos países desenvolvidos, economias emergentes enfrentam uma variedade de falhas institucionais (PENG et al., 2009). Os mercados financeiros destas economias caracterizam-se, em geral, pela fraca proteção legal a acionistas minoritários e a menor exigência de divulgação de informações (“disclosure”) (LA PORTA et al., 1999). Intermediários como bancos de investimento e “venture capitalists” não estão presentes ou têm atuação limitada (KHANNA; PALEPU, 2000). Dado o incipiente mercado financeiro (“debt and equity markets”) e as condições desfavoráveis para o crescimento econômico, muitos governos de economias emergentes (e.g. Brasil, China e Índia) criaram bancos de desenvolvimento com o intuito de promover o investimento e fomentar o desenvolvimento (YEYATI et al., 2004).

Espera-se, inicialmente, que a participação de um banco de desenvolvimento na estrutura societária da empresa impacte positivamente o desempenho através de dois mecanismos. Primeiro, o capital fornecido pelo banco de desenvolvimento pode aliviar as restrições de crédito e permitir que as empresas realizem investimentos produtivos, elevando o seu desempenho. Esta corrente de pensamento enfatiza a existência de imperfeições no mercado financeiro e segue em linha com alguns trabalhos sobre grupos econômicos (LEFF, 1978; AOKI, 1990).

Segundo, a participação societária de um banco de desenvolvimento pode facilitar o acesso ao governo e prover recursos e competências distintivas para as empresas. As empresas podem se beneficiar da interação com o governo de algumas maneiras: (1) ter acesso a informações que as ajudam a antecipar mudanças no ambiente institucional, (2) influenciar e moldar as políticas e as diretrizes regulatórias de forma a garantir uma melhor posição competitiva, (3) ter acesso a recursos escassos no mercado (e.g. promoção e divulgação de produtos no exterior) (OLIVER; HOLZINGER, 2008). Estudos, em geral, apontaram um efeito positivo

sobre a posição competitiva das empresas que desenvolveram estratégias associativas com o governo em economias emergentes (PENG; LUO, 2000).

Por outro lado, a participação societária de um banco de desenvolvimento pode ensejar o uso da empresa para motivos políticos. Políticos podem opor-se ao corte de funcionários, podem ser contrários a aumentos de preços, podem desejar a maximização de votos e/ou de benefícios privados, ou seja, defender motivos desassociados a um melhor desempenho da empresa (SHLEIFER; VISHNY, 1994). O impacto da participação de um banco de desenvolvimento sobre o desempenho tende a se alterar conforme a evolução do mercado financeiro. Como o principal benefício de se estar associado a um banco de desenvolvimento advém da existência de imperfeições no mercado de crédito, é razoável assumir que o efeito sobre desempenho será menor quando o mercado financeiro (“debt and equity markets”) for mais desenvolvido. Esta visão assume um efeito substituição entre bancos de desenvolvimento e o mercado financeiro.

Estudos sugerem que mesmo as conexões com o governo, importantes no momento inicial de transição, tornam-se menos relevantes ao longo do tempo (PENG; LUO, 2000; PARK; LI; TSE, 2006; BOISOT; CHILD, 1996). Peng e Heath (1996) propõem que estratégias de associação (“network-based, relationship-based or relational contracting strategies”) tendem a ser a solução dominante (apesar de não ser a única) para as empresas em economias emergentes durante o período inicial de transição; assim que as transações se tornam mais complexas e o mercado passa a ter intermediários especializados, os custos de coordenação das estratégias de associação crescem e os custos de transação no mercado (“arm’s length transactions”) diminuem (devido a ganhos de escala e escopo), de forma a tornar as estratégias de associação menos atrativas vis-à-vis as estratégias de mercado (“market-based strategies”) (PENG, 2003; LI, 1999).

O desenvolvimento das instituições favorece o crescimento do mercado financeiro e o estabelecimento de melhores mecanismos de governança corporativa. Por um lado, as alternativas de financiamento e a maior proteção aos acionistas minoritários (e.g. exigência de maior transparência) levariam a um maior isolamento político ao longo do tempo. Por outro lado, o aprofundamento das relações entre empresa e governo e o efeito entrenchment (“entrenchment effect”) dos acionistas das empresas nas quais o BNDES tem participações



levariam a um aumento (ou, pelo menos, manutenção) da influência política ao longo do tempo<sup>9</sup>.

O processo de mudança institucional é predominantemente incremental e o surgimento de intermediários especializados não ocorre instantaneamente. Segundo North (1990, p. 83), o processo de mudança institucional “consists of marginal adjustments to the complex of rules, norms, and enforcement that constitute the institutional framework.” O período de transição é, portanto, marcado por incertezas e a redução do impacto da participação de um banco de desenvolvimento tende a levar algum tempo, pois faz-se necessário o desenvolvimento e a legitimação das novas estruturas institucionais<sup>10</sup>.

Alguns autores argumentam que uma tomada de decisão estratégica envolve recorrer ao conhecimento e às competências internas (DUTTON; DUNCAN, 1987; KEISTER, 2004), evitando a dependência de recursos e entidades externas (MIZRUCHI; STEARNS, 1994; PARK ET AL., 2006). As idéias da “resource dependence” sugerem que os gestores evitam depender de recursos críticos que são controlados externamente para preservar a autonomia (PFEFFER; SALANCIK, 1978). Se por um lado, os recursos do BNDES podem aliviar as restrições de crédito, por outro, eles podem reduzir a autonomia dos gestores. Enquanto o capital do BNDES pode ser um recurso importante num primeiro momento, a menor autonomia, aliada à menor flexibilidade, pode limitar as escolhas estratégicas dos gestores e reduzir o desempenho das empresas ao longo do tempo.

Segundo a teoria institucional, a incerteza e a pressão normativa do ambiente institucional, assim como a busca por legitimidade, moldam a decisão dos gestores (DIMAGGIO; POWELL, 1983; MEYER; ROWAN, 1977). Sob condições de incerteza, gestores tendem a acompanhar as ações de outros gestores e, conseqüentemente, as empresas tendem a desenvolver estratégias similares. O comportamento isomórfico aumenta a credibilidade quando o nível de incerteza é alto. Há evidências de que o mimetismo é mais intenso quando as empresas têm maior proximidade (e.g. local, setorial, cultural) com grandes empresas bem sucedidas (KEISTER, 2004). Os recursos do BNDES sempre foram vistos como fontes de

---

<sup>9</sup> Assume-se que o aprofundamento da relação entre empresa e governo levaria a um maior grau de dependência e confiança entre as partes, portanto menor isolamento político. Quanto ao efeito entrincheiramento, os acionistas das empresas nas quais o BNDES tem participações podem defender uma maior aproximação com o governo de forma a levantar barreiras aos competidores e alavancar as vantagens desta relação. Para maiores detalhes do efeito entrincheiramento e preservação do “status quo”, ver Morck, Wolfenzon e Yeung (2005).

<sup>10</sup> Para um estudo mais completo do processo de mudança institucional, ver Peng (2003).

crédito de longo prazo “baratas”. Possivelmente, as primeiras empresas entenderam que o financiamento através de ações (“equity”) era aquele que melhor se adequava aos seus projetos. No entanto, o financiamento através de “equity” pode não ser adequado para todas as empresas<sup>11</sup>. As empresas que posteriormente se dirigiram ao BNDES podem ter copiado as estratégias das primeiras empresas, sem, entretanto, analisarem a melhor forma de financiamento dos seus projetos ou sem clara percepção da sua missão. Novamente, o melhor desempenho das empresas investidas pelo BNDES no passado, podem não se repetir no futuro.

A redução do efeito da participação do BNDES sobre o desempenho das empresas ao longo do tempo também é justificada pelas idéias de “soft budget constraint” (KORNAI, 1986). Inicialmente, quando as empresas (“budget constraint enterprises”) recebem o aporte do BNDES (“supporting organization”), as perspectivas de sucesso parecem boas. Além disso, de forma a assegurar que as empresas empreguem os melhores esforços, o BNDES pode comprometer-se a não resgatar estas empresas caso elas tenham dificuldades financeiras no futuro. Portanto, ex ante, o BNDES abstém-se de resgatar as empresas de forma a manter a taxa de insucesso baixa. Entretanto, quando estas empresas enfrentam dificuldades financeiras no futuro, o BNDES pode ter interesse em ajudá-las. O BNDES pode ser induzido a resgatar as empresas porque: (1) investimentos anteriores serão perdidos caso o BNDES não ajude financeiramente estas empresas; (2) a falência destas empresas pode ser politicamente custoso (e.g. demissão de empregados); (3) o BNDES (ou o governo) pode ter um sentimento de paternalismo (e.g. sentimento de responsabilidade) sobre estas empresas (KORNAI; MASKIN; ROLAND, 2003). Assim sendo, ex post, o BNDES não é capaz de manter o compromisso de não resgatar as empresas. Ocorre que, inicialmente, as empresas não sabem, ao certo, se elas seriam resgatadas. Isso motiva os gestores a buscar um bom desempenho. No entanto, à medida que empresas são ajudadas pelo BNDES, a experiência coletiva leva os gestores a formarem expectativas de que, caso as empresas enfrentem dificuldades, elas também serão resgatadas. Essas expectativas afetam o comportamento dos gestores e as empresas que têm o BNDES como acionista tendem a ter um menor desempenho ao longo do tempo.

---

<sup>11</sup> Segundo a pecking order, as empresas têm uma ordem de preferência no financiamento dos seus projetos devido aos problemas de assimetria de informação; as empresas preferem lucros retidos a empréstimos (“debt”), e estes a emissão de ações (“equity”).

**Hipótese 4: Em países emergentes, o efeito positivo da participação de bancos de desenvolvimento tende a se reduzir conforme a evolução do mercado financeiro.**

### **3. O CONTEXTO BRASILEIRO**

Nas últimas três décadas, vários países empenharam esforços na privatização de empresas estatais. No Brasil, o processo de privatização teve início no governo de Fernando Collor (1990-1992) e ganhou maiores proporções no governo de Fernando Henrique Cardoso (1995-1998 e 1999-2002). De 1990 a 2002, foram vendidas 165 empresas, proporcionando uma receita de aproximadamente 87 bilhões de dólares (LAZZARINI; MUSACCHIO, 2010). Na comparação com Argentina, Chile e México, entre 1990 e 1999, as privatizações no Brasil movimentaram o maior volume de recursos financeiros (DE PAULA; FERRAZ; IOOTTY, 2002). Em paralelo às privatizações, o governo promoveu um processo de abertura econômica durante a década de 1990. O objetivo do governo com as privatizações e com as demais reformas macroeconômicas era reduzir a dívida pública, o déficit em conta corrente e a inflação.

No entanto, a privatização de empresas estatais mostrou-se um processo politicamente delicado. A opinião pública questionava os seus benefícios e custos. Indagavam-se quem ganharia e quem perderia com esse processo; as pessoas, em geral, associavam as privatizações a cortes de funcionários e aumentos de preços. Dado este cenário, o governo deveria garantir que a venda das empresas estatais atingissem valores “satisfatórios”, que sinalizassem para o público que os cofres públicos foram amplamente beneficiados. Uma saída encontrada pelo governo foi eleger o BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social) como entidade central no processo de privatização (LAZZARINI, 2011).

O BNDES poderia atuar nos leilões de privatização não apenas como executor das vendas, mas também como adquirente (em consórcio com outros investidores) e financiador da operação. Dadas as restrições de crédito no país, a participação do BNDES poderia atrair um maior número de interessados e, eventualmente, elevar o valor dos lances nos leilões de privatizações. Além disso, o BNDES (e o seu respaldo governamental) ofereceria maior

segurança (caso as coisas dessem errado). O envolvimento do BNDES também atenuaria as críticas de que o governo estava desnacionalizando a economia. Segundo Lazzarini e Musacchio (2010), aproximadamente 86% da receita obtida com as privatizações vieram de vendas em bloco, através de consórcios formados por grupos domésticos, investidores estrangeiros e entidades públicas como o BNDESPar e fundos de pensão de empresas estatais.

No início deste século, vários países da América Latina, inclusive o Brasil, voltaram a adotar políticas industriais. Apesar do discurso de fomentar setores mais intensivos em tecnologia e inovação, a legitimidade de uma política industrial dependeria, em grande parte, de que os setores tradicionais também estivessem contemplados na política de fomento do Estado (ALMEIDA, 2009). Outra característica da nova política industrial brasileira foi o fato de o Estado investir em “campeões nacionais”, empresas ou setores competitivos e que o governo considera importante ter uma empresa líder. Por fim, apesar das mudanças ocorridas no ambiente corporativo (novas empresas abrindo o capital, maior participação de investidores estrangeiros e pessoas físicas e novas regras de governança), a relação entre Estado e empresários mostrou-se ainda mais próxima, consolidando, segundo Lazzarini (2011), o “capitalismo de laços” no Brasil.

Entre 2004 e 2008, o cenário mundial mostrou-se favorável: diversas economias apresentando elevados índices de crescimento, liquidez internacional e investidores interessados em novos mercados e negócios. Essa exuberância atraiu o interesse de empresários para abrir o capital e o de investidores estrangeiros e pessoas físicas para investir em novos negócios. Entre 2004 e 2009, 115 empresas abriram o capital e captaram R\$ 99 bilhões (LAZZARINI, 2011). O número de empresas que abriram o capital em Bolsa aumentou consideravelmente a partir de 2004, atingindo 64 IPOs (“initial public offerings”) em 2007 (Figura 4). Com a crise financeira em 2008, o lançamento de novas ações reduziu-se (Figura 4), assim como o preço das ações (Figura 1). Como consequência, empresários clamaram pelo apoio do Estado. Verificou-se, a seguir, um aumento da participação do Estado, utilizando principalmente o BNDES como instrumento de política econômica, preservando e intensificando, através de fusões e aquisições (com o apoio do BNDESPar), a estreita e complexa relação entre o Estado e o setor privado. A Tabela 1 detalha as participações societárias do BNDES entre 1995 e 2009.

Ao longo do período do estudo, 1995-2009, observou-se uma evolução considerável do mercado financeiro brasileiro. Dados do Banco Mundial apontam que a capitalização bursátil<sup>12</sup> da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) em relação ao PIB aumentou de 19,2% em 1995 para 73,2% em 2009 (Figura 1). Em termos relativos, o crescimento brasileiro foi muito superior ao de países como Chile e EUA. Como comparação, a capitalização bursátil chilena aumentou de 103,5% em 1995 para 130,2% em 2009, e a capitalização bursátil americana aumentou de 93,4% em 1995 para 107,4% em 2009. O indicador de volume negociado na BM&F Bovespa (% do PIB) corrobora os dados de capitalização bursátil e aponta uma evolução consistente da participação de investidores ativos no mercado de ações. A Figura 3 revela que o volume negociado na BM&F Bovespa, em proporção ao PIB, cresceu de 9% em 1995 para 42% em 2009. A evolução do mercado financeiro brasileiro, entretanto, não se restringe ao mercado de valores mobiliários. Segundo o Banco Mundial, a oferta de crédito pelo setor bancário (% do PIB) aumentou de 56,1% para 97,5% em 2009, um crescimento de 74% no período (Figura 2). Em conjunto, estes dados indicam as melhores condições de financiamento às empresas no Brasil ao final do período analisado.

#### **4. BNDES**

O BNDES foi criado em 1952 (na época BNDE) com o intuito de canalizar recursos públicos para investimentos em obras de infra-estrutura e apoiar a industrialização do país. Dada a restrição de crédito no país, o banco tornou-se a principal fonte de empréstimos de longo prazo.

Além do apoio às obras de infra-estrutura, o banco também passou a fomentar a compra de máquinas e equipamentos e a fornecer crédito para empresas exportadoras, seja através de empréstimos ou como garantidor em operações internacionais (BNDES, 2002).

A partir dos anos 1970, o BNDES começou a investir diretamente em ações de empresas brasileiras. Em 1982, foi criada a BNDESPar para gerir a carteira de ativos do banco. Segundo Trebat (1983), certas participações societárias foram adquiridas quando as empresas

---

<sup>12</sup> Soma do valor de mercado de todas as empresas negociadas na Bolsa de Valores.

não honraram o pagamento de empréstimos concedidos pelo banco ou quando o governo precisou socorrer empresas em situação financeira deteriorada.

As dimensões do BNDES são comparáveis ou, até mesmo superiores, a de bancos internacionais de desenvolvimento. Enquanto os desembolsos do Banco Mundial, em mais de cem países, foram de aproximadamente R\$ 103 bilhões (US\$ 59 bilhões) em 2009, as liberações de recursos do BNDES atingiram o volume de R\$ 137 bilhões no mesmo período. A carteira de ativos do BNDESPar alcançou R\$ 92,8 bilhões em 2009, valor equivalente a 4% da capitalização do mercado de capitais brasileiro (LAZZARINI, 2011).

As principais fontes de recursos do BNDES são o FAT (Fundo de Amparo ao Trabalhador), o Tesouro Nacional e o PIS-PASEP (Programa de Integração Social). Em 2009, o Tesouro Nacional foi o principal credor do banco (com aplicação de R\$ 144 bilhões, 37% do total), seguido do FAT (com aplicação de R\$ 122 bilhões, 32% do total) e do PIS-PASEP (com aplicação de R\$ 30 bilhões, 8% do total). Os recursos do FAT e do PIS-PASEP são oriundos do pagamento de contribuições sociais pelas pessoas jurídicas. Os recursos do Tesouro Nacional são oriundos em parte das emissões de títulos de dívida.

Se por um lado, o BNDES tem fornecido crédito para projetos de longa maturação, com geração de externalidades positivas, e cuja captação de recursos no mercado seria difícil, por outro ele tem recebido duras críticas quanto a sua atuação. A primeira delas é que o BNDES estaria canalizando recursos para setores e empresas específicas, à custa de outros setores e da sociedade brasileira (ALMEIDA, 2009). Isso ocorreria, em parte, porque o Tesouro Nacional capta os seus recursos a taxas superiores às taxas cobradas nos empréstimos do BNDES. A segunda crítica refere-se à falta de transparência quanto à escolha das empresas que recebem o BNDESPar como acionista; seria esta estratégia, inclusive, um instrumento de política econômica que enfrentaria menos restrições dado as menores exigências de transparência (“accountability”) quanto a aplicação dos recursos. A terceira crítica é que a presença do BNDES pressiona e desestimula a atuação de bancos privados na oferta de crédito de longo prazo (os bancos privados não conseguem competir com o BNDES dados os subsídios oferecidos pelo governo) e, desta forma, impede o desenvolvimento do mercado financeiro no país (YEYATI et al., 2004).

## 5. DADOS

A base de dados reúne informações financeiras e de propriedade de 293 firmas não-financeiras brasileiras entre 1995 e 2009. As informações de propriedade foram organizadas através de uma extensa pesquisa envolvendo relatórios das empresas entregues à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), informações obtidas em bases de dados (Economática e Thomson Reuters), revistas (Valor Grandes Grupos) e sites das empresas. A base de dados constitui um painel desbalanceado devido às fusões, aquisições, abertura e fechamento de capital de empresas.

Foram codificadas as participações societárias diretas e indiretas do BNDES. As participações diretas constituem uma variável contínua que mede a porcentagem de ações detidas pelo BNDES (BNDESDir). As participações indiretas foram organizadas em uma variável discreta (BNDES) devido à falta de informações precisas quanto à participação do BNDES por meio de estruturas piramidais<sup>13</sup>. A variável dummy BNDES assume o valor um quando o BNDES tem participação direta ou quando um dos sócios da empresa é outra empresa na qual o BNDES tem participação societária<sup>14</sup>.

Adicionalmente, foram codificadas as empresas que pertencem a grupos econômicos. Para isso, foram analisadas as estruturas de propriedade das empresas (observando participações diretas e indiretas) e os acordos de acionistas para identificar os acionistas controladores. Classificou-se, adicionalmente, o capital das empresas em três tipos: (1) doméstico, (2) estatal ou (3) estrangeiro. Desta forma, pode-se analisar a influência da participação do BNDES sobre os diferentes tipos de organizações no país (e.g., empresas que pertencem a grupos econômicos domésticos, empresas que pertencem a grupos econômicos estatais, empresas que pertencem a grupos econômicos estrangeiros e empresas não afiliadas a grupos econômicos).

Utilizam-se, neste trabalho, as variáveis ROA e q de Tobin como medidas de desempenho das empresas. ROA é definido como Lucro Líquido sobre Ativo Total; q de Tobin é definido como  $[\text{Valor de Mercado} + (\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível de Longo Prazo})]/\text{Ativo Total}$ .

<sup>13</sup> Por participação indireta, entende-se a participação do BNDES na composição societária de uma empresa, que, por sua vez, tem participação societária em outra empresa. Por estrutura piramidal, entende-se a participação de uma empresa na posição acionária de outra empresa, que, por sua vez, participa do capital de outra empresa e assim sucessivamente.

<sup>14</sup> Foram analisadas as participações do BNDES em até dois níveis, isto é, casos em que o BNDES tem participação societária em uma firma, que, por sua vez, tem participação em outra firma.

Com o intuito de se averiguar os mecanismos que impactam o desempenho das empresas, analisa-se o efeito das participações do BNDES sobre o grau de alavancagem financeira (LEVERAGE), sobre o grau de investimento (FIXED, DELTA\_FIXED e CAPEX) e sobre o custo da dívida (FINEX). LEVERAGE é calculado como Dívida Bruta sobre Ativo Total; FIXED é calculado como Ativo Imobilizado sobre Ativo Total; DELTA\_FIXED é medido pela variação anual da proporção entre Ativo Imobilizado e Ativo Total; CAPEX é calculado como variação no Ativo Permanente sobre Ativo Total; FINEX é calculado como Despesas Financeiras sobre Dívida Bruta. A Tabela 2 apresenta as variáveis utilizadas no estudo e as estatísticas descritivas.

## **6. ABORDAGEM EMPÍRICA**

Considerando que o BNDES não escolhe aleatoriamente as empresas nas quais ele adquire e mantém participações societárias, o problema de causalidade reversa precisa ser investigado e adequadamente tratado. Inicialmente, para contornar este problema, utiliza-se, neste trabalho, a técnica de análise em painel com efeitos fixos, controlando, desta maneira, a influência de fatores não observáveis sobre a estrutura de propriedade e sobre o desempenho. Esta técnica pode ser empregada porque, no período analisado, há uma intensa mudança no controle das empresas (e.g., privatizações e aquisições); em outras palavras, os dados de propriedade exibem variação ao longo do tempo.

Para testar se mudanças na participação direta ou indireta do BNDES afetam o desempenho das empresas (Hipótese 1), regride-se as variáveis de desempenho ROA e  $q$  de Tobin contra as variáveis BNDES e BNDESDir.

Para testar se a participação direta ou indireta do BNDES está associada a um maior grau de investimento (Hipótese 2), regridem-se as variáveis FIXED, DELTA\_FIXED e CAPEX contra as variáveis BNDES e BNDESDir. Uma relação positiva suportaria a tese de que a participação de um banco de desenvolvimento seria um mecanismo importante para aliviar as restrições de crédito e permitir o investimento em plantas industriais e equipamentos mais modernos e eficientes.



Considerando que a participação do BNDES pode facilitar a aprovação de novas linhas de crédito e/ou sinalizar para o mercado que estas dívidas serão pagas (i.e., se algo der errado, o governo socorreria a firma), é avaliado se a participação do BNDES está associada a maiores níveis de endividamento, medido pela variável LEVERAGE, e menores despesas com os encargos da dívida, medido pela variável FINEX.

Para testar se o efeito da participação do BNDES sobre o desempenho é reduzido quando a empresa pertence a um determinado grupo econômico (Hipótese 3), multiplica-se as variáveis BNDES e BNDESDir com as variáveis dummies que indicam se a companhia pertence a um grupo econômico e se o grupo é doméstico, estatal ou estrangeiro. Adicionalmente, quando ROA ou  $q$  de Tobin é a variável dependente, empregam-se LEVERAGE, FIXED e CAPEX como variáveis de controle; quando LEVERAGE é a variável dependente, controla-se por ROA, FIXED e CAPEX; quando FIXED é a variável dependente, controla-se por ROA, LEVERAGE e CAPEX, e assim por diante.

Além dos efeitos fixos de indústria<sup>15</sup>, ano e indústria-ano, outras variáveis de controle utilizadas neste trabalho são: receita bruta (como proxy para tamanho), “group dummies” (i.e. se a empresa é afiliada a um determinado grupo econômico) e “ownership dummies” (i.e. se a empresa tem controle estrangeiro ou estatal).

O efeito da participação do BNDES ao longo do tempo (Hipótese 4) é analisado, operacionalizando as regressões acima em dois períodos distintos: 1995-2002 e 2003-2009. Marcado pelas privatizações, pela abertura econômica e pelo controle da inflação, o primeiro período distingue-se pela ausência ou ineficiência de intermediários especializados e pelo mercado financeiro incipiente. Espera-se que, neste período, o aporte de capital do BNDES seja mais importante para aliviar as restrições de crédito e superar as imperfeições no mercado financeiro e, desta forma, tenha um efeito positivo e significativo sobre o desempenho das empresas. Entre 2003 e 2009, a manutenção da política de metas de inflação, o desenvolvimento do mercado financeiro e o maior influxo de capitais internacionais reduziram os custos de capitalização no mercado (IPOs, emissões secundárias, ADRs, emissões de debêntures). Sob estas condições, conjectura-se que o impacto da participação do BNDES sobre o desempenho das empresas seja inferior ao período inicial.

---

<sup>15</sup> Classificaram-se as empresas da amostra pelo código de 2 dígitos do Standard Industrial Classification (SIC) de forma a manter um número razoável de empresas em cada indústria.

Se o BNDES está selecionando empresas para investir, e, desta forma, criando artificialmente campeões nacionais, então se espera que a probabilidade do BNDES investir numa determinada empresa está associada ao seu desempenho (ROA) ou tamanho. Dado que BNDES é uma variável discreta e que se pretende controlar os efeitos fixos, utiliza-se um modelo Logit Condicional, que é uma especificação do modelo de efeitos fixos para dados discretos na variável dependente. Para avaliar se mudanças na participação direta do BNDES são motivadas por questões ligadas a desempenho e/ou projeção na mídia (relacionada ao tamanho da empresa), emprega-se uma regressão de efeitos fixos com a variável BNDESDir como variável dependente.

## **7. RESULTADOS E DISCUSSÃO**

### **7.1. EFEITO DAS PARTICIPAÇÕES DO BNDES SOBRE DESEMPENHO**

A Tabela 3 apresenta as regressões das variáveis de desempenho (ROA e q de Tobin) contra as variáveis independentes BNDES e BNDESDir no período 1995-2002. Segundo as estimativas do Modelo 1, entre 1995 e 2002, empresas com participação do BNDES tinham um ROA 5,2% maior do que outras firmas ( $p < 0,05$ ). Observa-se, adicionalmente, que empresas afiliadas a grupos econômicos tinham um ROA 12,7% maior do que empresas isoladas, porém o efeito é marginalmente significativo ( $p < 0,10$ ).

Controlando pelas características de propriedade (i.e. grupos estrangeiros, grupos estatais, grupos domésticos) e explorando a interação destas variáveis com a variável BNDES, verifica-se que o efeito da participação do BNDES mantém-se positiva, mas significativa apenas a 10% (Modelos 2 e 3).

Analisando o efeito das participações diretas do BNDES no período 1995-2002 (Modelo 4), nota-se um efeito positivo e significativo sobre ROA; um aumento de 10% na participação societária do BNDES implica em um aumento de 6,95% no ROA ( $p < 0,01$ ).

Não se observa um efeito significativo da participação (direta e indireta) do BNDES sobre a variável de desempenho q de Tobin no período 1995-2002 (Modelos 5 a 8).

O impacto das participações do BNDES sobre as variáveis de desempenho no período 2003-2009 é reportado na Tabela 4. Os resultados apontam que, diferentemente do período 1995-2002, a participação (direta e indireta) do BNDES não está associada a um melhor desempenho contábil (ROA). Observa-se, adicionalmente, que, assim como no período 1995-2002, a participação do BNDES não implica em um melhor desempenho no mercado de ações (medido pelo  $q$  de Tobin) no período 2003-2009.

Consistente com a Hipótese 1, a participação (direta e indireta) do BNDES tem um impacto positivo sobre o desempenho contábil (ROA) entre 1995-2002, período no qual o mercado de capitais era incipiente (Figuras 1 a 3). Possivelmente, o aporte de capital do BNDES permitiria a execução de projetos com valor presente líquido positivo que, de outra forma, não seriam realizados. Os resultados são consistentes com a visão de que bancos de desenvolvimento podem auxiliar o desenvolvimento econômico na presença de imperfeições no mercado financeiro (RODRIK, 2004).

Os resultados apontam que o efeito positivo da participação do BNDES não é sustentado no período 2003-2009. Dado o maior desenvolvimento do mercado financeiro brasileiro, as empresas poderiam obter outras fontes de financiamento para garantir a execução dos seus projetos. Sob a ótica da teoria de custos de transação, o desenvolvimento do mercado financeiro e a presença de intermediários especializados reduzem os custos de transação e tornam o financiamento através do mercado mais atrativo. Sob a perspectiva da visão baseada em recursos, a presença de outras fontes de financiamento torna os recursos do BNDES menos valiosos (i.e. substituíveis). Desta forma, a Hipótese 1 não é suportada no período 2003-2009.

Os resultados informam, adicionalmente, que o efeito positivo da participação do BNDES torna-se negativo quando o capital é aplicado em empresas afiliadas a grupos econômicos no período 1995-2002. Estes resultados reforçam a visão de que os recursos do BNDES são melhores empregados em empresas que não têm acesso a fontes internas de financiamento. Estes resultados também são consistentes com a visão negativa dos grupos econômicos (KHANNA; YAFEH, 2007), com acionistas controladores expropriando recursos das empresas e dos acionistas minoritários (BAE; KANG; KIM, 2002; BERTRAND; MEHTA; MULLAINATHAN, 2002). Observa-se, em especial, um efeito negativo considerável quando o capital do BNDES é aplicado em empresas pertencentes a grupos estatais, reforçando a

visão de que empresas estatais são usadas para questões políticas (SHLEIFER; VISHNY, 1994) e de que empresas estatais são ineficientes devido aos problemas de monitoramento e de incentivo dos gestores (JENSEN; MECKLING, 1976; TIROLE, 2001). Portanto, a Hipótese 3 é suportada no período 1995-2002.

Não se verificou, entretanto, um menor desempenho destas empresas no período 2003-2009. Argumenta-se que regras mais rígidas de transparência e de proteção a acionistas minoritários, assim como a maior presença de analistas financeiros neste período, tenham reduzido os incentivos de expropriação por parte dos acionistas controladores. Conjectura-se ainda que o aprofundamento da política industrial no período 2003-2009, promovendo grandes empresas (geralmente pertencentes a grupos econômicos), tenha proporcionado melhores condições e incentivos, resultando em um melhor desempenho destas empresas; alternativamente, a política industrial de fomento a formação de “campeões nacionais”, desenvolvida no período 2003-2009, pode ter selecionado empresas com melhor desempenho, que não necessitavam do capital do banco de desenvolvimento. Logo, a Hipótese 3 não é suportada no período 2003-2009.

## **7.2. EFEITO DAS PARTICIPAÇÕES DO BNDES SOBRE O GRAU DE INVESTIMENTO E ENDIVIDAMENTO**

Nesta seção, investigam-se os canais pelos quais o aporte de capital do BNDES afeta o desempenho das empresas. Conjectura-se que a injeção de capital do BNDES aliviaria as restrições de crédito, em especial para as empresas que necessitam de um elevado volume de capital para executar projetos de longa maturação. Alternativamente, a participação do BNDES poderia facilitar a contratação de empréstimos junto ao BNDES e junto a outras instituições financeiras (em especial, bancos públicos), elevando a alavancagem financeira das empresas.

O efeito da participação (direta e indireta) do BNDES sobre as variáveis LEVERAGE, FIXED, DELTA\_FIXED, CAPEX e FINEX no período 1995-2002 é apresentado na Tabela 5. Não se observa um efeito significativo sobre LEVERAGE, indicando que a participação do BNDES não facilita o acesso a novas linhas de crédito ou, se facilitar, elas estão sendo usadas

para pagar os financiamentos antigos e, portanto, não estão impactando o grau de alavancagem financeira. O único efeito significativo está associado à participação do BNDES em empresas que pertencem a grupos estrangeiros (Modelo 3). Possivelmente, a participação direta do BNDES pode sinalizar, para o grupo estrangeiro, uma maior segurança institucional do projeto; como estas empresas contam com uma maior facilidade de acesso a crédito no exterior, elas podem adotar uma maior alavancagem financeira.

Não se verifica um efeito significativo da participação do BNDES sobre a variável FIXED no período 1995-2002. Observa-se, entretanto, um efeito positivo da participação direta do BNDES sobre as variáveis DELTA\_FIXED ( $p < 0,01$ ) e CAPEX ( $p < 0,10$ ). Aparentemente, o maior nível de investimento, medido por DELTA\_FIXED e CAPEX, está determinando o melhor desempenho das empresas investidas pelo BNDES no período 1995-2002. Este resultado parece corroborar a proposição de que a participação do banco de desenvolvimento minimiza as restrições de crédito e assegura o investimento em projetos com valor presente líquido positivo, suportando a Hipótese 2 para o período 1995-2002.

O coeficiente negativo e significativo das participações do BNDES associadas a empresas afiliadas a grupos estatais (Modelos 6 e 12) corrobora a idéia de que, no período 1995-2002, o nível de investimento é um importante determinante de desempenho. O menor FIXED e CAPEX das empresas pertencentes a grupos estatais com participação direta do BNDES reforçam a suspeita de que, nestas empresas, os recursos do banco de desenvolvimento podem estar sendo direcionados para motivos não ligados a maior eficiência e produtividade (e.g. resgate de empresas em dificuldade financeira).

Sob a proposição de que os recursos de BNDES fossem usados para melhorar a estrutura de dívida das empresas, isto é, pagar empréstimos a taxas elevadas e contratar novos financiamentos em condições mais favoráveis, verificou-se se a participação do BNDES estava associada a uma menor despesa com encargos da dívida. Não se observou um efeito significativo da participação do BNDES sobre a variável FINEX no período 1995-2002. Se as empresas utilizam os recursos do BNDES para melhorar a estrutura da sua dívida, apenas as empresas afiliadas a grupos domésticos e que têm o BNDES como acionista oferecem evidências a favor desta proposição (Modelo 14).

A Tabela 6 apresenta o efeito da participação (direta e indireta) do BNDES sobre as variáveis LEVERAGE, FIXED, DELTA\_FIXED, CAPEX e FINEX no período 2003-2009. Não se constata um efeito significativo da participação do BNDES sobre o grau de alavancagem financeira das empresas. Assim como no período anterior, a participação do BNDES não está associada a um aumento no volume da dívida das empresas (em relação ao Ativo Total).

Analisando as participações diretas e indiretas do BNDES, verifica-se que empresas afiliadas a grupos estrangeiros e estatais com participação do BNDES têm um maior FIXED (Modelo 5). Nota-se ainda que empresas com participação direta do BNDES têm um menor FIXED, ainda que marginalmente significativo (Modelo 6). Com relação à variável DELTA\_FIXED, observa-se um efeito positivo marginal ( $p < 0,10$ ) apenas no Modelo 8.

O efeito da participação do BNDES sobre CAPEX é positivo, mas apenas marginalmente significativo (Modelo 10). Observa-se ainda que empresas pertencentes a grupos estatais com participação do BNDES têm um maior CAPEX (Modelo 12).

Em geral, a participação do BNDES parece não gerar um efeito consistente sobre o grau de investimento das empresas no período 2003-2009. Desta forma, o fato de as empresas com participação do BNDES não terem um desempenho superior no período 2003-2009 pode ser explicada pelo seu grau de investimento. Curiosamente, empresas afiliadas a grupos estatais com participação direta do BNDES apresentaram, em geral, um maior nível de investimento (CAPEX) no período<sup>16</sup>. Este resultado parece estar associado ao aprofundamento da política industrial e está refletido no desempenho não inferior destas empresas neste período.

Por fim, observa-se que apenas as empresas afiliadas a grupos estatais com participação do BNDES têm impacto sobre o grau de FINEX no período 2003-2009. Analisando as participações diretas e indiretas do BNDES em empresas afiliadas a grupos estatais, o efeito sobre as despesas com dívida é positivo; entretanto, analisando apenas as participações diretas, nota-se um menor custo com a dívida. Este resultado parece explicar o pior desempenho destas empresas quando consideramos as participações diretas e indiretas do BNDES (Modelo 3, Tabela 4) e o efeito positivo sobre desempenho (ainda que não significativo estatisticamente) quando analisamos apenas as participações diretas do BNDES (Modelo 4, Tabela 4).

---

<sup>16</sup> Ver nota de rodapé nº 3.

### 7.3. DETERMINANTES DA SELEÇÃO DE EMPRESAS

Como o BNDES não escolhe aleatoriamente as empresas nas quais adquire participações, verificam-se as características que podem influenciar a decisão do banco de desenvolvimento. Em especial, examina-se se o desempenho da empresa tem efeito sobre a probabilidade do BNDES tornar-se um acionista. Críticas recentes sobre a política industrial do governo de escolher vencedores (“pick winners”) e formar campeões nacionais (“national champions”) sugerem que o BNDES pode estar selecionando as melhores empresas para investir, e, portanto, quanto melhor o desempenho da empresa, maior a probabilidade de ter o BNDES como acionista minoritário. Alternativamente, o capital do BNDES pode ser utilizado como um instrumento de socorro a empresas em situação financeira delicada. Se verdade, espera-se que um pior desempenho da empresa está associado a uma maior probabilidade de receber a “ajuda” (i.e. participação minoritária) do BNDES.

Para se verificar se determinadas características das firmas afetam a probabilidade de o BNDES adquirir participações (diretas ou indiretas), utilizou-se um Logit Condicional. As regressões para o período 1995-2002 são apresentadas na Tabela 7 (Modelos 1 e 2). Observa-se que, para este período, o desempenho passado (ano anterior), medido pelo ROA, não tem um efeito significativo sobre a variável BNDES (variável dummy que assume o valor um se o banco de desenvolvimento tem participações diretas ou indiretas na empresa).

Adicionalmente, utilizou-se uma regressão em painel com efeitos fixos para analisar se certas características das empresas afetam a porcentagem de participação direta do BNDES (BNDESDir) na composição acionária. Os resultados apresentados na Tabela 7 (Modelo 3) apontam que o desempenho passado não tem efeito sobre a porcentagem de participação detida pelo BNDES no período 1995-2002. Sob um nível de significância de 5%, nenhuma outra característica das empresas afeta o grau de participação direta do banco de desenvolvimento neste período.

Os resultados apontam que, durante o período 1995-2002, o BNDES não utilizou alocações de capital para sistematicamente “escolher vencedores” ou para “socorrer perdedores”. As conclusões, no entanto, são diferentes para o período 2003-2009.

Para o período 2003-2009, os resultados sugerem que o desempenho passado (ROA) afeta positivamente (embora marginalmente significante) a probabilidade de o BNDES possuir participações diretas ou indiretas na empresa (Modelo 2, Tabela 8). Verifica-se, adicionalmente, um coeficiente negativo e significante ( $p < 0,01$ ) para a interação entre  $ROA_{t-1}$  e  $\text{Belongs to a group}_{t-1}$ . Possivelmente, empresas afiliadas a grupos econômicos e que tiveram um bom desempenho no passado estão associadas a uma menor probabilidade de ter o BNDES como acionista. Alternativamente, o desempenho passado pode ser menos determinante na escolha de uma empresa quando ela pertencer a um grupo econômico.

O desempenho passado parece explicar também a porcentagem de ações detidas pelo BNDES no período 2003-2009 (Modelo 3, Tabela 8). Os resultados indicam que o BNDES tende a possuir maiores participações em empresas com melhor desempenho e em empresas pertencentes a grupos estrangeiros; ademais, o BNDES tende a assumir menores participações em empresas afiliadas a grupos estatais e domésticos com bons desempenhos passados.

Desta forma, os resultados sugerem que, no período 2003-2009, o BNDES adquiriu e aumentou a participação em empresas com melhor desempenho, confirmando as críticas de que o governo estaria criando artificialmente campeões nacionais. Os resultados fornecem evidências de que, no período 2003-2009, o desempenho estaria determinando a participação do BNDES e, não o contrário, ou seja, o efeito da intervenção do banco de desenvolvimento não seria significativo neste período.

#### **7.4. RESUMO**

Os resultados indicam que, no período 1995-2002, empresas com participação do BNDES tinham um desempenho contábil (ROA) superior às demais firmas (Tabela 3). O melhor desempenho contábil das empresas com participação do BNDES não é sustentado no período 2003-2009 (Tabela 4). Possivelmente, o desenvolvimento do mercado financeiro criou melhores condições de financiamento de projetos de longo prazo, reduzindo o efeito da



participação do BNDES sobre o desempenho contábil das empresas<sup>17</sup>. Os dados organizados nas Figuras 1 e 2 sugerem uma evolução consistente do mercado financeiro no Brasil durante o período do estudo. Segundo o Banco Mundial, a capitalização bursátil da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) em relação ao PIB aumentou de 19,2% em 1995 para 73,2% em 2009, atingindo um pico de 100,3% em 2007 (Figura 1). Dados do Banco Mundial também apontam um crescimento do crédito fornecido pelo setor bancário; entre 1995 e 2009, a proporção entre o crédito fornecido pelo setor bancário e o PIB subiu de 56,1% para 97,5% (Figura 2).

Curiosamente, não se verifica um efeito significativo da participação do BNDES sobre o desempenho no mercado de ações (medido pelo  $q$  de Tobin) durante todo o período analisado (1995-2009). Levantam-se três hipóteses para este resultado: (1) o mercado não valoriza esta informação, (2) a informação é irrelevante para o valor da empresa, (3) o mercado atribui um prêmio (e.g. devido às melhores condições de financiamento) e um desconto (e.g. devido à interferência política), de modo que o efeito líquido sobre o valor da empresa é nulo.

Considerando o desempenho contábil (ROA) das empresas, os resultados suportam a Hipótese 1 para o período inicial (1995-2002) e não suportam para o período subsequente (2003-2009). Já com relação ao desempenho no mercado de ações ( $q$  de Tobin), os resultados não suportam a Hipótese 1 durante os dois períodos analisados. Os resultados também são consistentes com a Hipótese 4.

De acordo com os resultados apresentados na Tabela 5, a participação direta do BNDES tem um efeito positivo sobre o grau de investimento em ativo fixo (medido por DELTA\_FIXED e CAPEX) no período 1995-2002. Dado o efeito não significativo da participação do BNDES sobre o grau de alavancagem financeira e sobre o custo da dívida das empresas, conjectura-se que o melhor desempenho das empresas investidas pelo BNDES, no período 1995-2002, seja determinado pelo maior nível de investimento destas firmas. Portanto, a Hipótese 2 é suportada no período entre 1995 e 2002.

---

<sup>17</sup> Como análise complementar, verificou-se se o melhor desempenho das empresas que tinham o BNDES como acionista estava associado a uma melhor governança corporativa ou a processos de fusão e aquisição (i.e. a maior concentração de mercado determinava o melhor desempenho das empresas). Os coeficientes são estatisticamente não significantes e os resultados obtidos não suportaram estas hipóteses. Investigou-se, adicionalmente, se a taxa de juros (Selic) seria a variável que determinaria um menor desempenho destas empresas ao longo do tempo. Os resultados levaram a rejeição dessa hipótese.

Observa-se, adicionalmente, que o efeito da participação direta do BNDES sobre o grau de investimento em ativo fixo (medido por DELTA\_FIXED e CAPEX) não é estatisticamente significativo no período 2003-2009 (Tabela 4). Portanto, não há evidências de que a injeção de capital do BNDES (através de participações societárias diretas) aumente o investimento em ativo fixo no período 2003-2009. Nota-se ainda que a participação do BNDES, neste período, não está associada a um maior grau de alavancagem financeira ou a um menor custo de dívida. Desta forma, o desempenho não superior das empresas investidas pelo BNDES, no período 2003-2009, pode ser o resultado do grau de investimento destas empresas. Logo, a Hipótese 2 também é suportada no período entre 2003 e 2009.

Segundo as estimativas do Modelo 4 da Tabela 3, o efeito da participação direta do BNDES sobre o desempenho (ROA), no período 1995-2002, é negativo quando associado a empresas afiliadas a grupos econômicos. Por exemplo, um aumento de 10% na participação societária do BNDES numa empresa afiliada a um grupo econômico doméstico implica em uma redução de 1,65% no ROA da empresa investida. O resultado corrobora a visão de que os recursos do BNDES são melhores aplicados em empresas isoladas, que não contam com mecanismos internos de financiamento. O resultado também é consistente com uma visão negativa dos grupos econômicos. Ademais, ressalta-se o efeito extremamente negativo da participação direta do BNDES em empresas ligadas a grupos estatais. Este resultado reforça a suspeita de que os recursos aplicados nestas empresas poderiam ser direcionados para motivos não ligados a maior eficiência e desempenho. Os resultados obtidos no período 1995-2002 suportam a Hipótese 3.

Os resultados apresentados na Tabela 4, em geral, não suportam a Hipótese 3 para o período 2003-2009. Com exceção das participações diretas e indiretas em empresas afiliadas a grupos estatais (Modelo 3), as participações do BNDES quando direcionadas a empresas afiliadas a grupos econômicos não têm um efeito negativo significativo sobre o desempenho no período entre 2003 e 2009. Este resultado pode ser uma consequência do desenvolvimento do mercado financeiro, da instituição de regras mais rígidas de transparência e da maior proteção aos acionistas minoritários. No entanto, o resultado também é consistente com a política industrial de formação de “campeões nacionais”, ou seja, o BNDES selecionando empresas afiliadas a grupos econômicos, com maior tamanho e melhor desempenho. As estimativas do Modelo 2 da Tabela 8, entretanto, são contrárias a esta última visão; empresas afiliadas a

grupos econômicos e com bom desempenho têm menores chances de serem escolhidas pelo BNDES.

A Tabela 9 apresenta um resumo das hipóteses testadas e os seus respectivos resultados.

## 8. CONCLUSÃO

Apesar da presença e da importância dos bancos de desenvolvimento em economias emergentes, poucos estudos foram dedicados à análise dos efeitos sobre as empresas. Considerado um importante instrumento de política industrial, bancos de desenvolvimento possibilitam a execução de projetos de longo prazo e o fomento à inovação e pesquisa. Usualmente, a atuação dos bancos de desenvolvimento é pautada pela oferta de crédito subsidiado de longo prazo, mas, em alguns países, eles atuam no mercado de ações, adquirindo participações societárias em empresas.

O estudo examina as participações acionárias do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) ao longo de quinze anos (1995-2009). Verifica-se que as participações do BNDES têm um efeito positivo e significativo sobre o desempenho contábil das empresas entre 1995 e 2002. Entretanto, este efeito não é sustentado no período 2003-2009. Argumenta-se que a atuação do banco de desenvolvimento é mais determinante para o desempenho das empresas quando o mercado financeiro é pouco desenvolvido. Um canal para o melhor desempenho destas empresas é, possivelmente, a maior capacidade de empreender investimentos de longo prazo.

Observa-se, adicionalmente, que, entre 1995 e 2002, as participações diretas do BNDES em empresas afiliadas a grupos econômicos têm um efeito negativo sobre o desempenho contábil. Este efeito não é verificado no período 2003-2009. Uma visão negativa dos grupos econômicos sugere um elevado potencial de expropriação dos acionistas minoritários devido ao poder alavancado de decisão dos acionistas controladores. Quando o mercado financeiro é incipiente e as regras de governança corporativa inexistem ou são ineficientes (presumidamente no período 1995-2002), os incentivos à expropriação dos acionistas minoritários (como o BNDES) são maiores.

Os resultados sugerem, portanto, que as participações do BNDES são importantes para o desempenho das empresas quando existem restrições ou imperfeições no mercado financeiro, no momento inicial de transição institucional. As participações do BNDES podem afetar positivamente o desempenho das empresas desde que o capital seja utilizado para promover investimentos e seja protegido da interferência governamental e da expropriação pelos acionistas controladores.

O presente trabalho oferece algumas contribuições teóricas importantes. Primeiro, os efeitos das ações de política industrial sobre as empresas estão condicionadas ao desenvolvimento do mercado financeiro (iniciativas adotadas no passado podem não ser adequadas no presente). Segundo, a associação entre empresas e governo pode facilitar a obtenção de recursos essenciais quando existem imperfeições no mercado financeiro; à medida que o mercado financeiro se desenvolve, esta estratégia, por si só, não garante um melhor desempenho às empresas. Terceiro, os resultados conciliam a visão positiva com a visão negativa sobre os grupos econômicos. Ao mesmo tempo em que os grupos econômicos são estruturas importantes para aliviar restrições no mercado de crédito, eles são estruturas que alavancam os poderes dos acionistas controladores e aumentam o potencial de expropriação dos acionistas minoritários.

As implicações práticas e para políticas públicas também são diretas. As ações de um banco de desenvolvimento têm um maior impacto sobre o desempenho das empresas sob um mercado de capitais pouco desenvolvido. Sob este contexto, participações acionárias de um banco de desenvolvimento (ou outra instituição governamental) podem impulsionar investimentos necessários para se atingir ganhos de eficiência e competitividade. Os resultados sugerem que os investimentos de um banco de desenvolvimento devem ser direcionados para empresas que enfrentam restrições de crédito devido às imperfeições no mercado financeiro e devem estar atrelados ao investimento em capital fixo. Adicionalmente, os resultados apontam que, sob condições de fraca proteção aos acionistas minoritários, as participações de um banco de desenvolvimento não devem ser direcionadas para empresas afiliadas a grupos econômicos. Dados os mecanismos internos de financiamento e o potencial de expropriação dos acionistas minoritários, a injeção de capital nestas empresas está associada a um efeito negativo sobre desempenho. Assim sendo, os investimentos de um banco de desenvolvimento devem ser aplicados em empresas bem geridas e com boa governança corporativa. Por fim, o estudo apresenta evidências de que, entre 2003 e 2009, o

BNDES tem escolhido empresas com melhor desempenho. Considerando que estas empresas teriam, provavelmente, condições alternativas de financiamento no mercado, faz-se necessário discutir se o capital do banco de desenvolvimento poderia ser aplicado em projetos (e empresas) que pudessem gerar um maior retorno social e econômico.

O estudo apresenta algumas limitações. Primeiro, as participações acionárias do BNDES são, normalmente, acompanhadas pela liberação de linhas de crédito do banco. Idealmente, desejar-se-ia controlar os efeitos das participações societárias e dos empréstimos concedidos, além de analisar a interação entre as duas modalidades de financiamento. Infelizmente, os dados de empréstimos do BNDES não estão facilmente identificados nos Balanços Patrimoniais das empresas. Quando as empresas reportam a estrutura de dívida, as informações estão, muitas vezes, nas notas explicativas, o que dificulta a obtenção destas informações. Segundo, para analisar as aplicações dos recursos do BNDES, o estudo utilizou contas contábeis agregadas (e.g. Ativo Permanente). Uma análise da efetiva aplicação dos recursos do BNDES poderia fornecer evidências importantes sobre o efeito sobre o desempenho das empresas. Terceiro, o estudo e as suas conclusões estão, por ora, limitados ao contexto brasileiro. Dados e pesquisas sobre as ações de bancos de desenvolvimento e outras instituições governamentais em outros países poderia oferecer importante contribuição para esta linha de pesquisa.

Além das limitações do estudo e as respectivas oportunidades para aperfeiçoamento, outras sugestões para novas pesquisas envolvem: a análise dos efeitos das políticas industriais e, mais especificamente, o efeito das participações societárias do BNDES sobre a estrutura de mercado (e.g. concentração de mercado); o impacto das ações do BNDES sobre a política monetária e fiscal, bem como sobre o desenvolvimento do mercado de crédito no Brasil; estudos de caso para identificação de semelhanças e diferenças nas aplicações dos recursos do BNDES (e.g. instalação de uma nova planta industrial ou aquisição de empresas ou investimento em pesquisa e desenvolvimento) e os respectivos efeitos sobre o desempenho; a análise das estratégias adotadas pelas empresas para obter financiamentos (“debt” e “equity”) do BNDES (e.g. doações de campanha).

## REFERÊNCIAS

- AGHION, Beatriz Armendáriz de. Development banking. **Journal of Development Economics**, v. 58, p. 83-100, 1999.
- ALCHIAN; Armen A.; DEMSETZ, Harold. Production, information costs and economic organization. **The American Economic Review**, v. 62, n. 5, p. 777-795, 1972.
- ALMEIDA, Mansueto. Desafios da real política industrial brasileira do século XXI. **IPEA Discussion Paper**, n. 1452, p. 1-70, 2009.
- ANUATTI-NETO, Francisco; BAROSSO-FILHO, Milton; CARVALHO, Antonio Gledson de; MACEDO, Roberto. Costs and benefits of privatization: evidence from Brazil. **RES Working Papers**, n. 455, p. 1-56, 2003.
- AOKI, M. Toward an economic model of the Japanese firm. **Journal of Economic Literature**, v. 28, p. 1-27, 1990.
- BAE, Kee-Hong; KANG, Jun-Koo; KIM, Jin-Mo. Tunneling or value added? Evidence from mergers by Korean business groups. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 6, p. 2695-2739, 2002.
- BAER, Werner; KERSTENETZKY, Isaac; VILLELA, Annibal V. The changing role of the State in the Brazilian economy. **World Development**, v. 1, n. 11, p. 23-34, 1973.
- BARNEY, Jay. Firm resources and sustained competitive advantage. **Journal of Management**, v. 17, n. 1, p. 99-120, 1991.
- BERTRAND, Marianne; MEHTA, Paras; MULLAINATHAN, Sendhil. Ferreting out tunneling: an application to Indian business groups. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 117, n. 1, p. 121-148, 2002.
- BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL (BNDES). **50 anos: histórias setoriais**. São Paulo: DBA Artes Gráficas, 2002.
- BOARDMAN, Anthony E.; VINING, Aidan R. Ownership and performance in competitive environments: a comparison of the performance of private, mixed, and state-owned enterprises. **Journal of Law & Economics**, v. 32, p. 1-33, 1989.

BOISOT, M.; CHILD, J. From fiefs to clans and network capitalism: explaining China's emerging economic order. **Administrative Science Quarterly**, v. 41, n. 4, p. 600-628, 1996.

BORTOLOTTI, Bernardo; FACCIO, Mara. Government control of privatized firms. **The Review of Financial Studies**, v. 22, n. 8, p. 2907-2939, 2009.

CARNEY, Michael; GEDAJLOVIC, Eric R.; HEUGENS, Pursey P. M. A. R.; ESSEN, Marc Van; OOSTERHOUT, J. (Hans) Van. Business group affiliation, performance, context, and strategy: a meta-analysis. **Academy of Management Journal**, v. 54, n. 3, p. 437-460, 2011.

CHHIBBER, Pradeep; MAJUMDAR, Sumit K. State as investor and state as owner: consequences for firm performance in India. **Economic Development and Cultural Change**, v. 46, n. 3, p. 561-580, 1998.

CHILD, J.; LU, Y. Institutional constraints on economic reform: the case of investment decisions in China. **Organization Science**, v.7, p. 60-67, 1996.

COELHO, Danilo; NEGRI, João A. de. Impacto do financiamento do BNDES sobre a produtividade das empresas: uma aplicação do efeito quantílico de tratamento. **IPEA Working Paper**.

DE PAULA, Germano Mendes; FERRAZ, João Carlos; IOOTTY, Mariana. Economic liberalization and changes in corporate control in Latin America. **The Developing Economies**, v. 40, n. 4, p. 467-496, 2002.

DHARWADKAR, Ravi; GEORGE, Gerard; BRANDES, Pamela. Privatization in emerging economies: an agency theory perspective. **Academy of Management Review**, v. 25, n. 3, p. 650-669, 2000.

DIMAGGIO, Paul J.; POWELL, Walter W. The iron cage revisited: institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. **American Sociological Review**, v. 48, n. 2, p. 147-160, 1983.

DIMAGGIO, Paul J.; POWELL, Walter W. **The new institutionalism in organizational analysis**. Chicago: University of Chicago Press, 1991.

DYER, J. H.; SINGH, H. The relational view: cooperative strategy and sources of interorganizational competitive advantage. **Academy of Management Review**, v. 23, p. 660-679, 1998.

DUTTON, J. E.; DUNCAN, R. B. The creation of momentum for change through the process of strategic issue diagnosis. **Strategic Management Journal**, v. 8, p. 279-295, 1987.

EHRlich, Isaac; GALLAIS-HAMONNO, Georges; LIU, Zhiqiang; LUTTER, Randall. Productivity growth and firm ownership: an analytical and empirical investigation. **Journal of Political Economy**, v. 102, n. 5, p. 1006-1038, 1994.

FACCIO, M.; LANG, L.; YOUNG, L. Dividends and expropriation. **American Economic Review**, v. 91, p. 54-78, 2001.

FAMA, Eugene F. Agency problems and the theory of the firm. **The Journal of Political Economy**, v. 88, n. 2, p. 288-307, 1980.

GIANNETTI, Mariassunta; LAEVEN, Luc. Pension reform, ownership structure, and corporate governance: evidence from a natural experiment. **The Review of Financial Studies**, v. 22, n. 10, p. 4091-4127, 2009.

GUPTA, Nandini. Partial privatization and firm performance. **The Journal of Finance**, v. 60, n. 2, p. 987-1015, 2005.

HOSKISSON, R. E.; EDEN, L.; LAU, C. M.; WRIGHT, M. Strategy in emerging economies. **Academy of Management Journal**, v. 43, n. 3, p. 249-267, 2000.

JACKSON, Gregory; DEEG, Richard. Comparing capitalisms: understanding institutional diversity and its implications for international business. **Journal of International Business Studies**, v. 39, p. 540-561, 2008.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JOHNSON, Simon; LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Tunneling. **American Economic Review**, v. 90, n. 2, p. 22-27, 2000.



KEISTER, Lisa A. Capital structure in transition: the transformation of financial strategies in China's emerging economy. **Organization Science**, v. 15, n. 2, p. 145-158, 2004.

KHANNA, Tarun; PALEPU, Krishna. Why focused strategies may be wrong for emerging markets. **Harvard Business Review**, v. 75, n. 4, p. 41-51, 1997.

KHANNA, Tarun; PALEPU, Krishna. The future of business groups in emerging markets: long-run evidence from Chile. **Academy of Management Journal**, v. 43, n. 3, p. 268-285, 2000.

KHANNA, Tarun; RIVKIN, Jan W. Estimating the performance effects of business groups in emerging markets. **Strategic Management Journal**, v. 22, n. 1, p. 45-74, 2001.

KHANNA, Tarun; YAFEH, Yishay. Business groups in emerging markets: paragons or parasites? **Journal of Economic Literature**, v. 45, p. 331-372, 2007.

KORNAI, János. The soft budget constraint. **Kyklos**, v. 39, n. 1, p. 3-30, 1986.

KORNAI, János; MASKIN, Eric; ROLAND, Gérard. Understanding the soft budget constraint. **Journal of Economic Literature**, v. 41, p. 1095-1136, 2003.

KOSTOVA, Tatiana; ROTH, Kendall; DACIN, M. Tina. Institutional theory in the study of multinational corporations: a critique and new directions. **Academy of Management Review**, v. 33, n. 4, p. 994-1006, 2008.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio. The benefits of privatization: evidence from Mexico. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 114, n. 4, p. 1193-1242, 1999.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate ownership around the world. **The Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Law and Finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, p. 1113-1155, 1998.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, p. 3-27, 2000.

LAZZARINI, Sergio Giovanetti. **Capitalismo de laços**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011. 184 p.

LAZZARINI, Sergio Giovanetti; MUSACCHIO, Aldo. Leviathan as a minority shareholder: a study of equity purchases by the Brazilian national development bank (BNDES), 1995-2003. 2010 (draft).

LEFF, N. Industrial organization and entrepreneurship in the developing countries: the economic groups. **Economic Development and Cultural Change**, v. 26, p. 661-675, 1978.

LI, Shuhe. The benefits and costs of relation-based governance: an explanation of the east asian miracle and crisis. 1999 (draft).

MEYER, John W.; ROWAN, Brian. Institutionalized organizations: formal structure as myth and ceremony. **American Journal of Sociology**, v. 83, p. 340-363, 1977.

MIZRUCHI, Mark S.; STEARNS, Linda B. A longitudinal study of borrowing by large American corporations. **Administrative Science Quarterly**, v. 39, p. 118-140, 1994.

MORCK, Randall; WOLFENZON, Daniel; YEUNG, Bernard. Corporate governance, economic entrenchment, and growth. **Journal of Economic Literature**, v. 43, n. 3, p. 655-720, 2005.

NORTH, Douglas C. **Institutions, institutional change and economic performance**. Cambridge: Cambridge University Press. 1990. 152 p.

OLIVER, Christine. Strategic responses to institutional processes. **Academy of Management Review**, v. 16, n. 1, p. 145-179, 1991.

OLIVER, Christine; HOLZINGER, Ingo. The effectiveness of strategic political management: a dynamic capabilities framework. **Academy of Management Review**, v. 33, n. 2, p. 496-520, 2008.

PARK, Seung Ho; LI, Shaomin; TSE, David K. Market liberalization and firm performance during China's economic transition. **Journal of International Business Studies**, v. 37, p. 127-147, 2006.

PENG, Mike W. Towards an institution-based view of business strategy. **Asia Pacific Journal of Management**, v. 19, p. 251-267, 2002.

PENG, Mike W. Institutional transitions and strategic choices. **Academy of Management Review**, v. 28, n. 2, p. 275-296, 2003.

PENG, Mike W.; HEATH, P. S. The growth of the firm in planned economies in transition: institutions, organizations, and strategic choice. **Academy of Management Review**, v. 21, p. 492-528, 1996.

PENG, Mike W.; LUO, Yadong. Managerial ties and firm performance in a transition economy: the nature of a micro-macro link. **Academy of Management Journal**, v. 43, n. 3, p. 486-501, 2000.

PENG, Mike W.; TAN, Justin; TONG, Tony W. Ownership types and strategic groups in an emerging economy. **Journal of Management Studies**, v. 41, n. 7, p. 1105-1129, 2004.

PENG, Mike W.; SUN, Sunny Li; PINKHAM, Brian; CHEN, Hao. The institution-based view as a third leg for a strategy tripod. **Academy of Management Perspectives**, v. 23, n. 3, p. 63-81, 2009.

PFEFFER, Jeffrey; SALANCIK, Gerald R. **The external control of organizations: a resource dependence perspective**. New York: Harper and Row, 1978.

PENROSE, Edith T. **The theory of the growth of the firm**. New York: Wiley, 1959.

PRATES, Daniela M.; CINTRA, Marcos A. M.; FREITAS, Maria C. P. de. O papel desempenhado pelo BNDES e diferentes iniciativas de expansão do financiamento de longo prazo no Brasil dos anos 90. **Economia e Sociedade**, v. 15, p. 85-116, 2000.

RODRIGUEZ, Carlos L.; DINIZ, Eduardo H.; FERRER, Florencia. Influência governamental e estratégias institucionais na difusão de inovações em economias emergentes. **Revista de Administração de Empresas**, v. 47, n. 1, p. 10-21, 2007.

RODRIK, Dani. Industrial policy for the twenty-first century. **CEPR Discussion Paper**, 2004.

RODRIK, Dani. Normalizing industrial policy. **Comission on Growth and Development Working Paper**, n. 3, p. 1-50, 2008.

SCHAPIRO, Mario. Development bank, law and innovation financing in a new Brazilian economy. (Forthcoming).

SCOTT, W. R. **Institutions and organizations**. Thousand Oaks, CA: Sage, 1995.

SHAFFER, Brian. Firm-level responses to government regulation: theoretical and research approaches. **Journal of Management**, v. 21, n. 3, p. 495-514, 1995.

SHLEIFER, Andrei. State versus private ownership. **Journal of Economic Perspectives**, v. 12, n. 4, p. 133-150, 1998.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Politicians and firms. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 109, p. 995-1025, 1994.

STEIN, Jeremy C. Takeover threats and managerial myopia. **The Journal of Political Economy**, v. 96, n. 1, p. 61-80, 1988.

STULZ, R. Managerial control of voting rights: financing policies and the market for corporate control. **Journal of Financial Economics**, v. 20, p. 25-54, 1988.

TAN, J. Impact of ownership type on environment-strategy linkage and performance: evidence from a transition economy. **Journal of Management Studies**, v. 39, p. 333-354, 2002.

TIROLE, Jean. Corporate governance. **Econometrica**, v. 69, n. 1, p. 1-35, 2001.

TREBAT, Thomas J. **Brazil's state-owned enterprises: a case study of the State as entrepreneur**. New York: Cambridge University Press, 1983.

VALADARES, Sílvia Mourthé; LEAL, Ricardo Pereira Câmara. Ownership and control structure of Brazilian companies. **Abantes**, v. 3, n. 1, p. 29-56, 2000.

WANG, Kun. From State to State: quasi-privatization and firm performance. **China & World Economy**, v. 17, n. 5, p. 52-68, 2009.

WILLIAMSON, Oliver E. 1975. **Markets and hierarchies: analysis and anti-trust implications**. New York: Free Press.

WILLIAMSON, Oliver E. 1985. **The economic institutions of capitalism**. New York: Free Press.

WILLIAMSON, Oliver E. Corporate finance and corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 43, n. 3, p. 567-591, 1988.

WRIGHT, Mike; FILATOTCHEV, Igor; HOSKISSON, Robert E.; PENG, Mike W. Strategy research in emerging economies: challenging the conventional wisdom. **Journal of Management Studies**, v. 42, n. 1, p. 1-33, 2005.

YEYATI, Eduardo Levy; MICCO, Alejandro; PANIZZA, Ugo. Should the government be in the banking business? The role of state-owned and development banks. **RES Working Papers**, n. 517, p. 1-47, 2004.

YIU, Daphne; BRUTON, Garry D.; LU, Yuan. Understanding business group performance in an emerging economy: acquiring resources and capabilities in order to prosper. **Journal of Management Studies**, v. 42, n. 1, p. 183-206, 2005.

YOUNG, Michael N.; PENG, Mike W.; AHLSTROM, David; BRUTON, Garry D.; JIANG, Yi. Corporate governance in emerging economies: a review of the principal-principal perspective. **Journal of Management Studies**, v. 45, n. 1, p. 196-220, 2008.

ZAHRA, H.; IRELAND, D.; GUTIERREZ, I.; HITT, M. Privatization and entrepreneurial transformation: emerging issues and a future research agenda. **Academy of Management Review**, v. 25, n. 3, p. 509-524, 2000.

**Tabela 1. Participações diretas e indiretas do BNDES (1995-2009)**

Year	Number of BNDESPar's equity stakes (direct or indirect)	Number of BNDESPar's direct equity stakes	Average direct equity purchase as a percentage of total equity
1995	23	11	17%
1996	18	11	19%
1997	27	15	15%
1998	26	14	14%
1999	29	13	19%
2000	29	14	19%
2001	28	16	16%
2002	23	14	17%
2003	24	14	19%
2004	22	13	15%
2005	25	17	15%
2006	37	21	13%
2007	44	26	12%
2008	48	28	13%
2009	47	32	13%

**Tabela 2. Variáveis e estatísticas descritivas**

Variables	Description	1995-2002		2003-2009	
		Mean	Std. Dev.	Mean	Std. Dev.
ROA	Lucro Líquido / Ativo	-0,056	0,267	-0,045	0,436
Tobin's Q	[Valor de Mercado + (Passivo Circulante + Exigível de Longo Prazo)] / Ativo	1,530	1,268	4,405	6,043
Gross revenue	Receita Bruta (em bilhões de dólares)	0,573	1,855	1,270	5,982
Leverage	Dívida Bruta / Ativo	0,272	0,764	0,835	8,754
Fixed	Ativo Imobilizado / Ativo	0,338	0,256	0,247	0,233
$\Delta$ Fixed	Fixed <sub>t</sub> - Fixed <sub>t-1</sub>	0,000	0,168	0,000	0,161
CapEx	Adição no Ativo Permanente / Ativo	0,069	0,090	0,072	0,102
FinEx	Despesas Financeiras / Dívida Bruta	0,329	0,211	0,274	0,195
BNDES	Variável dummy igual a 1 se o BNDES tem participação direta ou indireta em determinada firma	0,100	0,300	0,160	0,367
BNDESDir	Participação societária direta do BNDES em determinada firma	0,009	0,046	0,014	0,051
Foreign	Variável dummy igual a 1 se o acionista controlador é estrangeiro	0,194	0,396	0,171	0,377
State-owned	Variável dummy igual a 1 se o acionista controlador é o Estado	0,081	0,274	0,056	0,229
Belongs to a group	Variável dummy igual a 1 se a firma pertence a um grupo econômico	0,464	0,499	0,430	0,495
Foreign group	Variável dummy igual a 1 se a firma pertence a um grupo econômico estrangeiro	0,139	0,346	0,113	0,317
State-owned group	Variável dummy igual a 1 se a firma pertence a um grupo econômico estatal	0,036	0,185	0,016	0,126
Domestic group	Variável dummy igual a 1 se a firma pertence a um grupo econômico nacional	0,273	0,446	0,270	0,444

**Tabela 3. O efeito das participações do BNDES sobre ROA e q de Tobin (1995-2002)**

Variables	ROA (1)	ROA (2)	ROA (3)	ROA (4)	Tobin Q (5)	Tobin Q (6)	Tobin Q (7)	Tobin Q (8)
<b>BNDES ownership</b>								
BNDES (direct and indirect stakes - dummy)	0.052** [0.024]	0.065* [0.038]	0.072* [0.037]		0.039 [0.143]	-0.061 [0.238]	-0.043 [0.206]	
BNDESDir (direct stakes only - percentage)				0.695*** [0.204]				0.718 [1.417]
<b>Group dummies</b>								
Foreign group			0.002 [0.080]	-0.021 [0.081]			-0.310 [0.395]	-0.211 [0.373]
State-owned group			-0.043 [0.085]	-0.089 [0.082]			0.263 [0.399]	0.024 [0.365]
Belongs to a group	0.127* [0.066]	0.129* [0.066]	0.136 [0.083]	0.146* [0.084]	0.206 [0.224]	0.197 [0.225]	0.239 [0.237]	0.221 [0.230]
<b>Interactions with group dummies</b>								
BNDES*group		-0.022 [0.045]				0.168 [0.289]		
BNDES*foreign group			-0.059 [0.051]			0.142 [0.398]		
BNDES*state-owned group			-0.078 [0.053]			-0.312 [0.321]		
BNDES*domestic group			-0.014 [0.050]			0.248 [0.262]		
BNDESDir*foreign group				-0.860** [0.344]				-2.797 [1.798]
BNDESDir*state-owned group				-8.517*** [1.755]				-0.096 [12.634]
BNDESDir*domestic group				-0.956*** [0.311]				0.332 [1.690]
<b>Controls</b>								
Gross revenue	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Leverage	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Fixed	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Capex	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Ownership dummies (foreign, state, etc.)	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Constant	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Year, industry, industry-year fixed effects	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Observations	1,587	1,587	1,587	1,586	1,587	1,587	1,587	1,586
Number of firms	293	293	293	293	293	293	293	293
Adjusted R-squared	0.208	0.208	0.207	0.211	0.108	0.107	0.106	0.107

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.10. Robust standard errors in brackets.



**Tabela 4. O efeito das participações do BNDES sobre ROA e q de Tobin (2003-2009)**

Variables	ROA (1)	ROA (2)	ROA (3)	ROA (4)	Tobin Q (5)	Tobin Q (6)	Tobin Q (7)	Tobin Q (8)
<b>BNDES ownership</b>								
BNDES (direct and indirect stakes - dummy)	0.055 [0.037]	0.199 [0.155]	0.075 [0.058]		1.219 [0.774]	2.282 [1.736]	2.166 [1.601]	
BNDESDir (direct stakes only - percentage)				1.008 [1.554]				2.528 [11.026]
<b>Group dummies</b>								
Foreign group			0.715** [0.332]	0.708** [0.359]			-2.793 [2.582]	-3.053 [2.488]
State-owned group								
Belongs to a group	0.033 [0.058]	0.066 [0.065]	-0.058 [0.071]	-0.068 [0.069]	-1.096 [1.535]	-0.858 [1.246]	-0.587 [1.474]	-0.532 [1.845]
<b>Interactions with group dummies</b>								
BNDES*group		-0.189 [0.160]				-1.393 [2.028]		
BNDES*foreign group			-0.061 [0.061]				-2.103 [1.860]	
BNDES*state-owned group			-0.331*** [0.095]				7.047*** [2.443]	
BNDES*domestic group			-0.060 [0.058]				-0.819 [2.196]	
BNDESDir*foreign group				-1.203 [1.583]				11.120 [15.182]
BNDESDir*state-owned group				0.198 [2.293]				49.179 [178.864]
BNDESDir*domestic group				-0.964 [1.573]				-2.598 [11.276]
<b>Controls</b>								
Gross revenue	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Leverage	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Fixed	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Capex	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Ownership dummies (foreign, state, etc.)	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Constant	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Year, industry, industry-year fixed effects	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Observations	1,148	1,148	1,148	1,148	1,148	1,148	1,148	1,148
Number of firms	257	257	257	257	257	257	257	257
Adjusted R-squared	0.260	0.270	0.304	0.303	0.124	0.124	0.124	0.119

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.10. Robust standard errors in brackets.

Tabela 5. O efeito das participações do BNDES sobre leverage, fixed,  $\Delta$ fixed, capex e finex (1995-2002)

Variables	Leverage (1)	Leverage (2)	Leverage (3)	Fixed (4)	Fixed (5)	Fixed (6)	$\Delta$ Fixed (7)	$\Delta$ Fixed (8)	$\Delta$ Fixed (9)	CapEx (10)	CapEx (11)	CapEx (12)	FinEx (13)	FinEx (14)	FinEx (15)
<b>BNDES ownership</b>															
BNDES (direct and indirect stakes - dummy)	-0.118 [0.138]	-0.112 [0.118]		0.003 [0.025]	0.026 [0.027]		0.039 [0.046]	0.013 [0.048]		0.023 [0.016]	0.013 [0.015]		-0.036 [0.042]	-0.044 [0.038]	
BNDESDir (direct stakes only - percentage)			-0.694 [0.420]			-0.042 [0.111]			0.542*** [0.153]			0.167* [0.097]			0.126 [0.104]
<b>Group dummies</b>															
Foreign group		-0.084 [0.093]	-0.084 [0.091]		-0.027 [0.036]	-0.026 [0.039]		0.118* [0.071]	0.130* [0.073]		0.066* [0.037]	0.051 [0.035]		0.188** [0.073]	0.214*** [0.073]
State-owned group		-0.076 [0.100]	-0.067 [0.097]		0.034 [0.079]	-0.024 [0.089]		-0.012 [0.074]	-0.090 [0.085]		0.026 [0.047]	-0.014 [0.041]		-0.150 [0.163]	-0.116 [0.157]
Belongs to a group	-0.020 [0.054]	0.008 [0.068]	0.007 [0.067]	-0.001 [0.027]	0.009 [0.028]	0.008 [0.028]	0.007 [0.039]	-0.008 [0.042]	-0.009 [0.042]	0.002 [0.026]	-0.010 [0.032]	-0.003 [0.033]	0.136** [0.065]	0.124* [0.069]	0.116* [0.067]
<b>Interactions with group dummies</b>															
BNDES*group	0.083 [0.145]			0.037 [0.027]			-0.148** [0.058]			0.007 [0.026]			-0.099* [0.058]		
BNDES*foreign group		0.088 [0.130]			0.020 [0.034]			-0.147* [0.087]			0.023 [0.038]			-0.068 [0.064]	
BNDES*state-owned group		0.041 [0.127]			-0.128 [0.093]			-0.207** [0.093]			-0.036 [0.027]			-0.041 [0.083]	
BNDES*domestic group		0.071 [0.128]			-0.000 [0.039]			-0.066 [0.069]			0.053 [0.043]			-0.129** [0.064]	
BNDESDir*foreign group			1.046** [0.501]			0.234 [0.193]			-1.513*** [0.564]			0.040 [0.365]			-0.439 [0.360]
BNDESDir*state-owned group			2.810 [3.002]			-6.962*** [1.435]			0.992 [3.371]			-4.316*** [1.400]			5.613* [3.117]
BNDESDir*domestic group			0.703 [0.562]			0.210 [0.181]			-0.570** [0.287]			-0.114 [0.189]			-0.323 [0.219]
<b>Controls</b>															
ROA	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Gross revenue	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Leverage	N	N	N	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Fixed	Y	Y	Y	N	N	N	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Capex	Y	Y	Y	Y	Y	Y	N	N	N	N	N	N	Y	Y	Y
Ownership dummies (foreign, state, etc.)	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Constant	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Year, industry, industry-year fixed effects	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Observations	1,587	1,587	1,586	1,587	1,587	1,586	1,718	1,718	1,717	1,587	1,587	1,586	1,144	1,144	1,143
Number of firms	293	293	293	293	293	293	303	303	303	293	293	293	258	258	258
Adjusted R-squared	0.006	0.004	0.004	0.319	0.321	0.315	0.349	0.349	0.352	0.096	0.101	0.095	0.281	0.288	0.275

\*\*\* p&lt;0.01, \*\* p&lt;0.05, \* p&lt;0.10. Robust standard errors in brackets.

Tabela 6. O efeito das participações do BNDES sobre leverage, fixed,  $\Delta$ fixed, capex e finex (2003-2009)

Variables	Leverage (1)	Leverage (2)	Leverage (3)	Fixed (4)	Fixed (5)	Fixed (6)	$\Delta$ Fixed (7)	$\Delta$ Fixed (8)	$\Delta$ Fixed (9)	CapEx (10)	CapEx (11)	CapEx (12)	FinEx (13)	FinEx (14)	FinEx (15)
<b>BNDES ownership</b>															
BNDES (direct and indirect stakes - dummy)	0.879 [1.028]	0.294 [0.518]		-0.014 [0.034]	-0.024 [0.033]		0.065 [0.050]	0.074* [0.044]		0.034* [0.020]	0.016 [0.015]		-0.050 [0.072]	-0.035 [0.057]	
BNDESDir (direct stakes only - percentage)			-30.994 [56.275]			-0.787* [0.426]			-1.301 [0.976]			0.185 [0.223]			-1.328 [1.133]
<b>Group dummies</b>															
Foreign group		4.707 [3.233]	7.307 [5.516]		0.181*** [0.061]	0.222*** [0.071]		-0.051 [0.086]	0.147 [0.127]		0.061* [0.033]	0.051 [0.040]		0.115 [0.118]	
State-owned group															
Belongs to a group	0.120 [0.518]	-0.618 [0.500]	-0.999 [0.832]	-0.023 [0.032]	-0.045 [0.028]	-0.047* [0.025]	-0.027 [0.048]	-0.014 [0.052]	-0.055 [0.059]	0.039** [0.017]	0.030 [0.019]	0.025 [0.017]	0.018 [0.046]	0.011 [0.045]	0.002 [0.040]
<b>Interactions with group dummies</b>															
BNDES*group	-0.641 [1.059]			0.032 [0.035]			-0.050 [0.057]			-0.041* [0.022]			0.049 [0.073]		
BNDES*foreign group		0.181 [0.741]			0.077** [0.035]			-0.045 [0.061]			0.002 [0.020]			0.071 [0.075]	
BNDES*state-owned group		0.232 [1.220]			0.155*** [0.033]			0.117 [0.152]			0.010 [0.019]			0.380*** [0.134]	
BNDES*domestic group		-0.149 [0.511]			0.025 [0.036]			-0.075 [0.055]			-0.033* [0.020]			0.012 [0.060]	
BNDESDir*foreign group			32.370 [57.478]			1.040** [0.468]			0.788 [0.994]			0.134 [0.253]			0.577 [1.253]
BNDESDir*state-owned group			38.305 [65.263]			-1.016 [2.580]			-0.957 [4.479]			2.199** [0.998]			-17.860*** [2.118]
BNDESDir*domestic group			32.714 [56.783]			0.894* [0.458]			1.181 [0.990]			-0.156 [0.246]			0.726 [1.205]
<b>Controls</b>															
ROA	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Gross revenue	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Leverage	N	N	N	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Fixed	Y	Y	Y	N	N	N	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Capex	Y	Y	Y	Y	Y	Y	N	N	N	N	N	N	Y	Y	Y
Ownership dummies (foreign, state, etc.)	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Constant	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Year, industry, industry-year fixed effects	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Observations	1,148	1,148	1,148	1,148	1,148	1,148	1,197	1,197	1,197	1,148	1,148	1,148	877	877	877
Number of firms	257	257	257	257	257	257	267	267	267	257	257	257	218	218	218
Adjusted R-squared	-0.025	-0.027	-0.027	0.086	0.098	0.099	0.324	0.323	0.324	0.182	0.184	0.183	0.280	0.279	0.287

\*\*\* p&lt;0.01, \*\* p&lt;0.05, \* p&lt;0.10. Robust standard errors in brackets.

**Tabela 7. Fatores que afetam a probabilidade de o BNDES ser um acionista minoritário (1995-2002)**

Variables	BNDES (1) <sup>a</sup>	BNDES (2) <sup>a</sup>	BNDESDir (3)
<b>ROA and interactions</b>			
ROA <sub>t-1</sub>	-0.096 [1.447]	0.100 [1.756]	0.027 [0.024]
ROA <sub>t-1</sub> * Belongs to a group <sub>t-1</sub>		-0.877 [2.879]	
ROA <sub>t-1</sub> * Foreign group <sub>t-1</sub>			-0.061* [0.033]
ROA <sub>t-1</sub> * State-owned group <sub>t-1</sub>			-0.093 [0.071]
ROA <sub>t-1</sub> * Domestic group <sub>t-1</sub>			-0.025 [0.031]
<b>Group dummies</b>			
Foreign group <sub>t-1</sub>			-0.010 [0.018]
State-owned group <sub>t-1</sub>			0.003 [0.020]
Belongs to a group <sub>t-1</sub>	-1.060 [0.737]	-1.094 [0.722]	-0.011 [0.010]
<b>Financial variables</b>			
Gross revenue <sub>t-1</sub>	-0.302 [0.253]	-0.300 [0.246]	-0.004 [0.005]
Leverage <sub>t-1</sub>	-1.128 [1.347]	-1.068 [1.375]	-0.002 [0.003]
Fixed <sub>t-1</sub>	-0.418 [1.611]	-0.274 [1.465]	-0.028* [0.015]
CapEx <sub>t-1</sub>	-0.826 [1.906]	-0.699 [1.952]	0.023 [0.021]
<b>Controls</b>			
Ownership dummies (foreign, state, etc.)	Y	Y	Y
Constant	N	N	Y
Year and industry fixed effects	Y	Y	Y
Observations	221	221	1,294
Number of firms			281
Adjusted R-squared			0.167

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.10. Robust standard errors in brackets.

<sup>a</sup> 1.365 observations dropped because of all positive or all negative outcomes

**Tabela 8. Fatores que afetam a probabilidade de o BNDES ser um acionista minoritário (2003-2009)**

Variables	BNDES (1) <sup>a</sup>	BNDES (2) <sup>a</sup>	BNDESDir (3)
<b>ROA and interactions</b>			
ROA <sub>t-1</sub>	1.502 [1.480]	6.042* [3.102]	0.025** [0.011]
ROA <sub>t-1</sub> * Belongs to a group <sub>t-1</sub>		-14.475*** [5.456]	
ROA <sub>t-1</sub> * Foreign group <sub>t-1</sub>			0.013 [0.043]
ROA <sub>t-1</sub> * State-owned group <sub>t-1</sub>			-0.153*** [0.059]
ROA <sub>t-1</sub> * Domestic group <sub>t-1</sub>			-0.048* [0.025]
<b>Group dummies</b>			
Foreign group <sub>t-1</sub>			0.077** [0.036]
State-owned group <sub>t-1</sub>			
Belongs to a group <sub>t-1</sub>	-0.137 [0.647]	0.760 [0.838]	-0.014 [0.009]
<b>Financial variables</b>			
Gross revenue <sub>t-1</sub>	0.301 [0.382]	0.161 [0.422]	-0.001 [0.003]
Leverage <sub>t-1</sub>	1.874 [2.303]	1.962 [2.396]	-0.000 [0.000]
Fixed <sub>t-1</sub>	-2.347 [2.468]	-2.491 [2.444]	-0.003 [0.013]
CapEx <sub>t-1</sub>	0.931 [4.140]	0.377 [4.686]	0.014 [0.021]
<b>Controls</b>			
Ownership dummies (foreign, state, etc.)	Y	Y	Y
Constant	N	N	Y
Year and industry fixed effects	Y	Y	Y
Observations	168	168	857
Number of firms			224
Adjusted R-squared			0.308

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.10. Robust standard errors in brackets.

<sup>a</sup> 979 observations dropped because of all positive or all negative outcomes

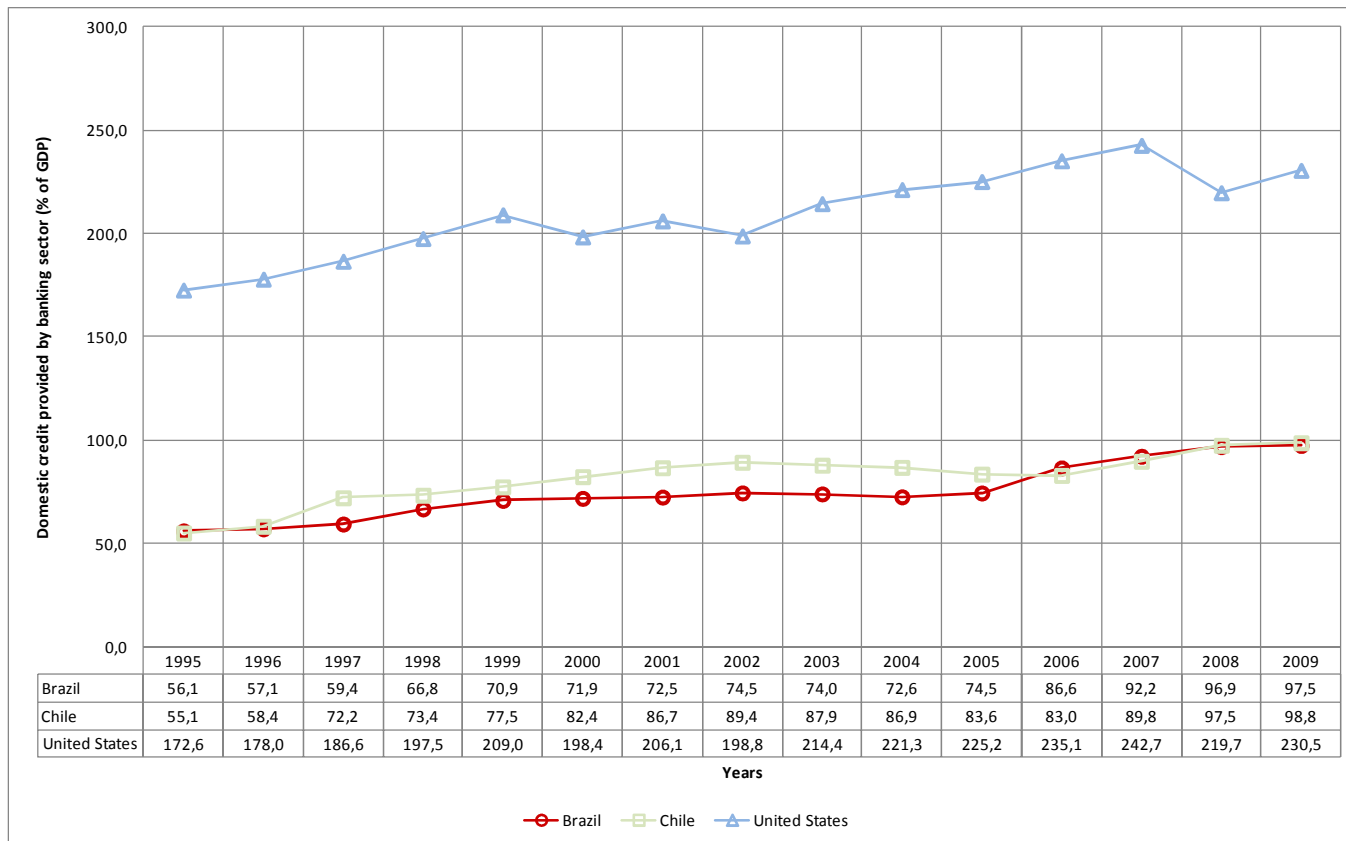
**Tabela 9. Hipóteses e resultados**

Hipóteses	1995-2002	2003-2009
H1: ROA	Suportada	Não suportada
H1: Tobin's Q	Não suportada	Não suportada
H2	Suportada	Suportada
H3	Suportada	Não suportada
H4	Suportada	Suportada



**Figura 1. Capitalização bursátil (% do PIB)**

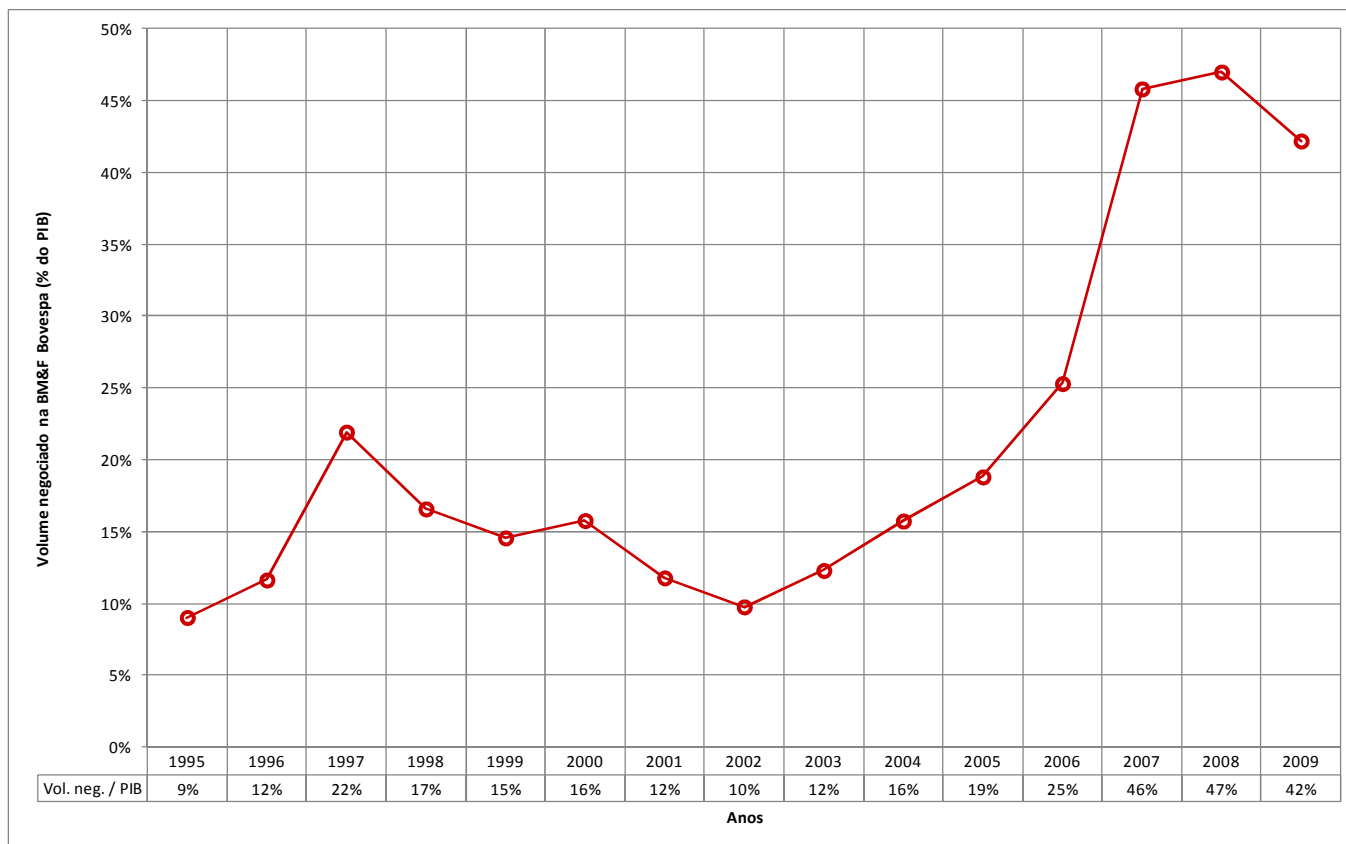
Fonte: Elaborado pelo autor com dados do World Development Indicators (WDI) – World Bank



**Figura 2. Oferta de crédito pelo setor bancário (% do PIB)**

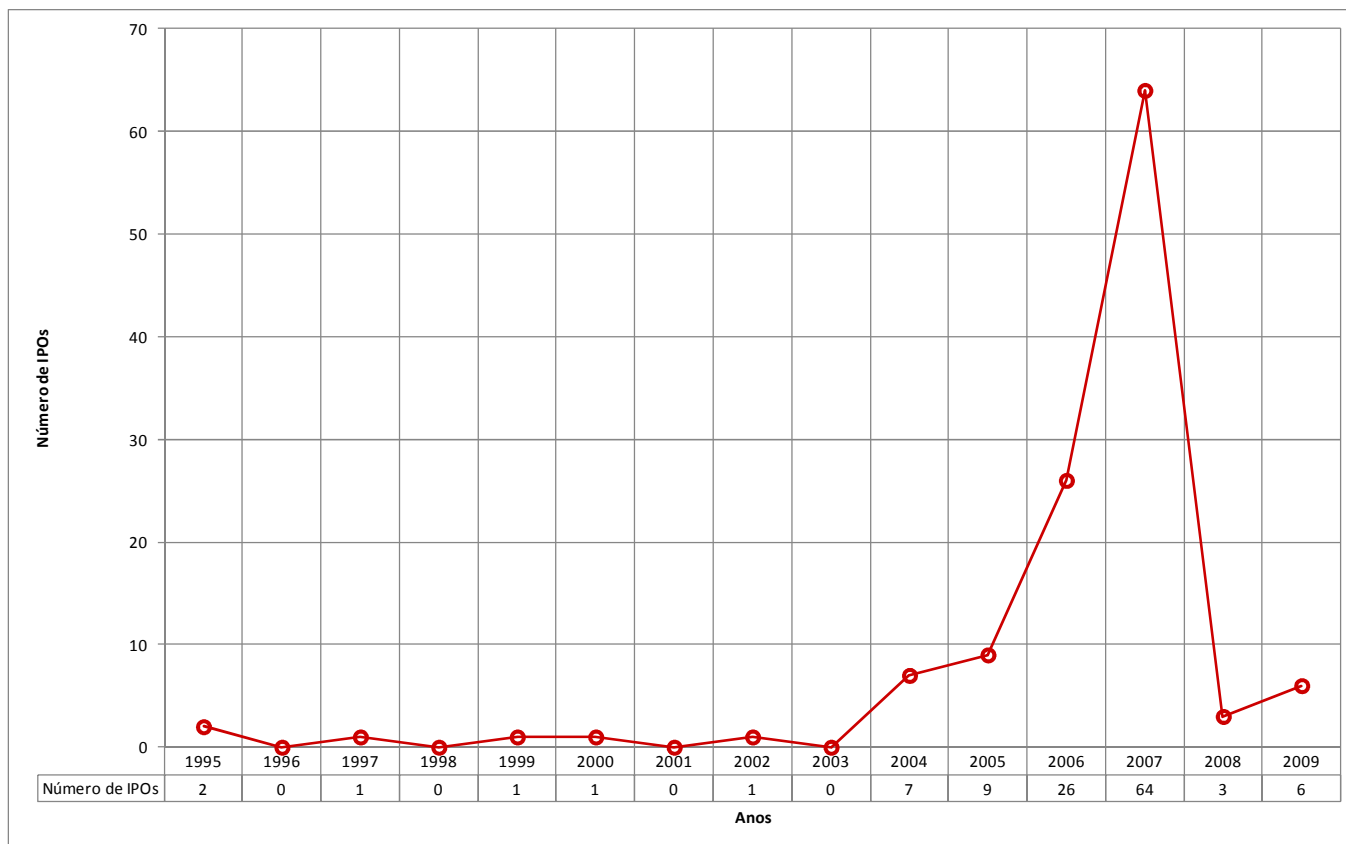
Fonte: Elaborado pelo autor com dados do World Development Indicators (WDI) – World Bank





**Figura 3. Volume negociado na BM&F Bovespa (% do PIB)**

Fonte: Elaborado pelo autor com dados da BM&F Bovespa e do World Development Indicators (WDI) – World Bank



**Figura 4. Número de IPOs (“initial public offerings”) na BM&F Bovespa**

Fonte: Elaborado pelo autor com dados da BM&F Bovespa

## APÊNDICE 1

O incentivo a formação de “campeões nacionais” não é necessariamente ruim.

As críticas recentes argumentam que o governo estaria promovendo os interesses de uma pequena classe de empresários em detrimento de outros empreendedores e da população (“rent-seeking argument”). Segundo esta visão, os empresários se preocupam mais em receber e manter o incentivo governamental do que em promover a eficiência e o desenvolvimento; além disso, os recursos destinados a promoção da política industrial teriam retornos maiores se empregados em outras atividades (i.e., os recursos têm um elevado custo de oportunidade). Outros argumentos contrários envolvem a (in)capacidade informacional do governo de escolher as empresas ou os setores que têm maior potencial de promover externalidades positivas e o desenvolvimento econômico e a capacidade do investimento direto estrangeiro e do comércio internacional de elicitar informações e oferecer corretos incentivos aos empreendedores.

Apesar das críticas acima, existem argumentos que suportam a adoção de políticas industriais (em especial, em países em desenvolvimento).

Os argumentos a favor da adoção de políticas industriais enfatizam a existência de imperfeições de mercado. Os principais argumentos são:

1- Learning economies – os custos de produção de empresas (ou indústrias) recém estabelecidas podem ser, inicialmente, mais altos do que os custos de empresas (ou indústrias) incumbentes. Ao longo do tempo, estas empresas (ou indústrias) podem incorrer em ganhos de aprendizado e reduzir os custos de produção. No entanto, se estas empresas (ou indústrias) não forem protegidas ou incentivadas durante o período inicial, elas podem nunca saírem do papel (Pack e Saggi, 2006).

2- Information externalities – empresas e governos não sabem a priori quais são as vantagens comparativas do país. Empreendedores precisam experimentar novas atividades e tecnologias para elicitar informações sobre o potencial de retorno do negócio. Se o negócio se mostrar lucrativo, outros empreendedores poderão entrar no mercado e eliminar o retorno do primeiro investidor. Se o negócio não for lucrativo, o primeiro investidor arcará com todos os custos. Trata-se de um problema de “free-rider”. Hausmann e Rodrik (2004) chamaram este processo de “self discovery”.

A intervenção governamental também é justificada quando uma determinada empresa (ou atividade) não consegue se apropriar do conhecimento produzido (i.e., existe um “knowledge spillover”).

3- Coordination failures – muitos projetos demandam investimentos simultâneos para serem lucrativos. Ocorre que, isoladamente, nenhum destes investimentos seria feito (a não ser que houvesse uma garantia sobre o demanda dos seus produtos / serviços).

Políticas industriais podem ser classificadas em políticas horizontais e políticas verticais. Enquanto políticas horizontais promovem benefícios para múltiplos setores e firmas, políticas verticais são direcionadas a promoção de um determinado setor ou firma. A desvalorização cambial é um exemplo de política industrial horizontal e a atitude de escolher vencedores e formar “campeões nacionais” é um exemplo de política industrial vertical. Apesar desta classificação, Rodrik (2007) nota que, na prática, a maioria das políticas industriais horizontais necessariamente favorece determinadas atividades. Por exemplo, a política de desvalorização cambial (classificada acima como uma política horizontal) favorece as atividades exportadoras (“tradable”) em detrimento das atividades domésticas (“non-tradable”).

Rodrik (2004) propõe que políticas industriais sejam encaradas como um processo no qual empresas e governo atuam de forma coordenada com o intuito de levantar informações sobre externalidades, vantagens comparativas e oportunidades a serem exploradas. Para tanto, empresas e governos precisam manter um relacionamento. O desafio reside em adotar uma estrutura de governança que seja capaz de manter a autonomia do governo (em relação aos interesses privados), mas permitir a troca de informações e a ação coordenada entre o setor público e privado.

Desta forma, a política de incentivo a formação de “campeões nacionais” pode ser positiva. Primeiro, esta política pode contornar os problemas derivados de “learning economies”, “information externalities” e “coordination failures”. Segundo, a escolha de campeões nacionais pode facilitar o monitoramento destas empresas pelo governo (além de direcionar o incentivo a uma única empresa, evitando desperdiçar recursos com o apoio a todo um setor). Terceiro, estas empresas, em geral, desenvolvem (e coordenam) muitas atividades e têm conhecimento técnico sobre diversas áreas, reduzindo o risco de se investir nestas empresas.

## APÊNDICE 2

### Revisão de Literatura - Partial Privatization

Autor(es)	Nandini Gupta
Título	Partial privatization and firm performance
Journal	The Journal of Finance
Ano	2005
Resumo	Estudo sobre empresas parcialmente privatizadas; o governo continua acionista controlador
Ambiente	Índia
Período	1990-2000
Resultados	Efeito positivo sobre lucratividade, produtividade do trabalho e investimento
Discussão	Os resultados suportam a visão de que empresas parcialmente privatizadas têm melhor desempenho devido à redução do problemas de agência (melhores incentivos para os gestores). Considerando que o melhor desempenho destas empresas não foram acompanhados de demissões, os resultados sugerem que a interferência política sobre estas empresas é mantida. (managerial view >> political view).

Autor(es)	Pradeep Chhibber e Sumit K. Majumdar
Título	State as investor and State as owner: consequences for firm performance in India
Journal	Economic Development and Cultural Change
Ano	1998
Resumo	Análise o efeito de diferentes porcentagens de ações detidas pelo Estado sobre o desempenho das empresas
Ambiente	Índia
Período	Cross-section
Resultados	Se a proporção de ações detida pelo Estado é inferior a 50%, então a porcentagem de ações do governo não influencia o desempenho da empresa. Se o Estado detém mais de 50% das ações da empresa, então a porcentagem de ações do governo influencia negativamente o desempenho da empresa. Empresas nas quais o governo é um acionista minoritário não têm um desempenho superior a empresas privadas.
Discussão	A proporção de ações detida pelo Estado tem efeito (negativo) sobre o desempenho das empresas somente se o governo tem o controle da empresa. Este resultado é consequência da atenuação dos direitos de propriedade destas empresas (i.e. estas empresas seriam dificilmente vendidas a terceiros :: problemas de agência).

Autor(es)	Kun Wang
Título	From State to State: quase-privatization and firm performance
Journal	China & World Economy
Ano	2009
Resumo	Análise o desempenho de empresas cujo controle passou da mão de agências governamentais para empresas estatais; examina se a redução da interferência governamental (ainda que mantendo a posição majoritária do Estado) tem um efeito positivo sobre o desempenho.
Ambiente	China
Período	1997-2007
Resultados	Transferir o controle das firmas (das mãos de agências governamentais para empresas estatais) tem um efeito positivo sobre o desempenho operacional e não-operacional. O efeito sobre desempenho está intimamente relacionado com aspectos operacionais em empresas transferidas para "solely SOEs" (i.e. 100% owned by the State) e intimamente relacionado a aspectos não-operacionais em empresas transferidas para SOEs.
Discussão	Um melhor desempenho em empresas estatais pode ser consequência de melhor governança corporativa e, portanto, sugere que a participação societária do governo nas empresas pode ser eficiente em países em desenvolvimento, mas somente se os parceiros "corretos" são escolhidos.

Autor(es)	Anthony E. Boardman e Aidan R. Vining
Título	Ownership and performance in competitive environments: a comparison of the performance of private, mixed, and state-owned enterprises
Journal	Journal of Law & Economics
Ano	1989
Resumo	Análise o desempenho de empresas estatais, empresas de capital misto e empresas privadas em setores não regulados
Ambiente	500 largest manufacturing and mining corporations in the world outside the United States compiled by Fortune magazine
Período	1983
Resultados	Empresas de capital misto e empresas estatais têm desempenho inferior a empresas privadas
Discussão	Corroborar a previsão da "property rights theory", isto é, empresas de controle estatal tem um desempenho inferior devido aos problemas de governança motivados pela estrutura de propriedade (como a propriedade não é efetivamente transferível, os prospectos positivos da empresa não afetam o valor da empresa). Apresenta evidências de que o processo de privatização parcial pode não ter um efeito positivo sobre o desempenho das empresas.