



A GOVERNANÇA CORPORATIVA AFETA A ESTRUTURA DE CAPITAL? EVIDÊNCIAS DAS EMPRESAS LISTADAS NA BRASIL BOLSA BALCÃO NO PERÍODO 2010-2020

DOES CORPORATE GOVERNANCE AFFECT THE CAPITAL STRUCTURE? EVIDENCE OF COMPANIES LISTED ON BRAZIL BOLSA BALCÃO IN THE PERIOD 2010-2020

AFECTA EL GOBIERNO CORPORATIVO A LA ESTRUCTURA DE CAPITAL? EVIDENCIA DE EMPRESAS LISTADAS EN BRASIL BOLSA BALCÃO EN EL PERÍODO 2010-2020

Recebido em: 23-07-2022
Avaliado em: 28-10-2022
Reformulado em: 20-12-2022
Aceito para publicação em: 26-01-2023
Publicado em: 14-07-2023
Editor Responsável: Roberto C. Klann

João Eduardo Ribeiro¹
Antônio Artur de Souza²

RESUMO

As especificidades e o dinamismo do mercado brasileiro, frente às transformações nas corporações, requerem a periódica atualização dos estudos acerca da estrutura de capital das empresas brasileiras. A teoria da agência conecta a estrutura de capital à governança corporativa que tem como uma de suas funções a salvaguarda dos direitos dos acionistas. Nesse sentido, o objetivo deste estudo foi analisar a relação entre governança corporativa e a estrutura de capital das empresas brasileiras. Para tanto, foram utilizados modelos de dados em painel em uma amostra composta por 118 empresas não financeiras com ações negociadas pela Brasil Bolsa Balcão entre os anos de 2010 e 2020. Além dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, utilizou-se um índice de avaliação da qualidade da governança para o mercado de capitais brasileiro, criado a partir de questões objetivas com intuito de representar os mecanismos de governança apontados pela literatura como capazes de reduzir os conflitos de agência. Evidenciou-se que a governança corporativa parece não influenciar a estrutura de capital das empresas brasileiras, ou seja, há outros fatores relevantes na decisão do gestor no que tange o endividamento, como variáveis macroeconômicas, por exemplo. Ademais, constatou-se que a Teoria *Pecking Order* revelou-se a mais adequada em explicar o nível de endividamento geral e de curto prazo, enquanto para o endividamento de longo prazo, a relação entre as variáveis não apontou o predomínio de nenhuma das teorias analisadas. Esses resultados são importantes para os gestores e acionistas das empresas que demandam capital de terceiros para financiar suas atividades, assim como para os credores que necessitam reduzir seus riscos de crédito.

Palavras-chave: Governança corporativa. Estrutura de capital. Alavancagem. *Trade-off*. *Pecking Order*.

¹ Doutorando em Administração na Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG); Mestre em Administração pelo Centro Federal de Educação Tecnológica de Minas Gerais (CEFET-MG); ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-6969-6972>; E-mail: joaoeduardoribeiro@ufmg.br

² Doutor em Administração pela Universidade de Lancaster; Professor Titular do Departamento de Ciências Administrativas (FACE/UFMG); ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-4725-0758>; E-mail: artur@face.ufmg.br

ABSTRACT

Given the transformations in corporations, the specificities and dynamism of the Brazilian market require periodic updating of studies on the capital structure of Brazilian companies. The agency theory connects the capital structure to corporate governance, which has to safeguard shareholders' rights as one of its functions. In this sense, the objective of this study was to analyze the relationship between corporate governance and the capital structure of Brazilian companies. We used panel data models in a sample of 118 non-financial companies with shares traded by Brazil Bolsa Balcão between 2010 and 2020. In addition to the Differentiated Levels of Corporate Governance, an index of evaluation of the quality of governance for the Brazilian capital market was created from objective questions to represent the governance mechanisms pointed out by the literature as capable of reducing agency conflicts. It was evident that corporate governance does not seem to influence the capital structure of Brazilian companies; there are other relevant factors in the manager's decision regarding indebtedness, such as macroeconomic variables. In addition, we found that the Pecking Order Theory was the most adequate to explain the level of general and short-term debt. In contrast, the relationship between the variables did not indicate the predominance of any of the analyzed theories for long-term debt. These results are important for managers and shareholders of companies that require third-party capital to finance their activities, as well as for creditors who need to reduce their credit risks.

Keywords: Corporate governance. Capital structure. Leverage. Trade-off. Pecking Order.

RESUMEN

Las especificidades y el dinamismo del mercado brasileño, frente a las transformaciones en las sociedades, exigen la actualización periódica de los estudios sobre la estructura de capital de las empresas brasileñas. La teoría de la agencia vincula la estructura de capital con el gobierno corporativo, que tiene como una de sus funciones la salvaguarda de los derechos de los accionistas. En ese sentido, el objetivo de este estudio fue analizar la relación entre el gobierno corporativo y la estructura de capital de las empresas brasileñas. Para eso, se utilizaron modelos de datos de panel en una muestra compuesta por 118 empresas no financieras con acciones negociadas por Brasil Bolsa Balcão entre los años 2010 y 2020. Además de los Niveles Diferenciados de Gobierno Corporativo, un índice de evaluación de la calidad de gobernanza para el mercado de capitales brasileño, creada a partir de preguntas objetivas con la intención de representar los mecanismos de gobernanza señalados por la literatura como capaces de reducir los conflictos de agencia. Se evidenció que el gobierno corporativo no parece influir en la estructura de capital de las empresas brasileñas, o sea, hay otros factores relevantes en la decisión del gestor en cuanto al endeudamiento, como las variables macroeconómicas, por ejemplo. Además, se encontró que la teoría del orden jerárquico resultó ser la más adecuada para explicar el nivel de deuda general y de corto plazo, mientras que, para la deuda de largo plazo, la relación entre las variables no indicó el predominio de ninguna de las teorías analizadas. Estos resultados son importantes para los administradores y accionistas de empresas que requieren capital de terceros para financiar sus actividades, así como para los acreedores que necesitan reducir sus riesgos crediticios.

Palabras-clave: Gobierno corporativo. Estructura capital. Apalancamiento. Trade-off. Pecking Order.

1 INTRODUÇÃO

Nas últimas décadas, principalmente a partir da virada no milênio, profissionais e acadêmicos têm se debruçado sobre o tema governança corporativa, em particular, os impactos da qualidade da governança nas decisões de investimento e financiamento tomadas pelos administradores, bem como

no desempenho e valor das firmas (Morck et al., 1988; Nguyen et al., 2021; Shleifer & Vishny, 1997; Wintoki et al., 2012). Nesse cenário, o pressuposto é de que o desempenho e a sobrevivência das empresas são afetados pelas práticas de governança.

Jensen e Meckling (1976), pioneiramente, alegavam que os conflitos de agência entre acionistas e gestores podem ser minimizados pela utilização do capital de terceiros como mecanismo de governança, haja vista que o uso de financiamento por meio de dívidas evita a diluição da participação acionária e fornece monitoramento adicional por parte dos credores. Estudos posteriores como os de Grossman e Hart (1982), Jensen (1986), Stulz (1990) e, recentemente, Zaid et al. (2021) corroboraram que a alavancagem pode ser um mecanismo de governança corporativa eficaz, uma vez que aumenta o monitoramento dos credores sobre os gestores (Stulz, 2000; Winton, 1995); aumenta o risco de falência e, conseqüentemente, a perda de reputação e empregos dos gestores (Fama, 1980; Williams, 1987) e; o pagamento de juros limita o fluxo de caixa livre para os gastos dos gestores (Jensen, 1986).

Ademais, estudos como os de Aman e Nguyen (2013) e Mande et al. (2012) mostraram que empresas com melhores práticas de governança podem obter menor custo de capital de terceiros e, dessa forma, ter acesso facilitado a dívidas. Em outras palavras, boas práticas de governança ampliam a confiança dos credores de que os devedores penderão a decisões alinhadas aos seus interesses (Ahmed Sheikh & Wang, 2012, Zaid et al., 2021).

No Brasil, pesquisas voltadas para a análise da influência da governança corporativa sobre a estrutura de capital das empresas não obtiveram resultados concordes. Silveira et al. (2008) corroboraram os achados de Grossman e Hart (1982), Jensen (1986) e Stulz (1990) para o mercado internacional e evidenciaram uma relação direta e significativa entre a qualidade da governança e o endividamento das empresas brasileiras. Vieira et al. (2011), por sua vez, também identificaram uma relação positiva, porém, não significativa entre a governança e o endividamento. Por outro lado, Mendonça et al. (2019), Tani e Albanez (2016) e Ribeiro et al. (2021) foram de encontro aos achados anteriores, ao demonstrarem uma associação negativa entre a qualidade da governança corporativa e o endividamento das empresas brasileiras.

De acordo com a discussão acima, os achados existentes são ainda controversos, e os debates sólidos permanecem escassos e insatisfatórios. À vista disso, é perceptível que a associação entre a estrutura de capital e a governança corporativa no contexto do mercado de capitais brasileiro demanda mais investigações, a fim de melhor compreender como as práticas de governança afetam as decisões de financiamento de uma empresa. O encarecimento do custo de capital, a elevada assimetria de informação nas transações, os conflitos de agência nas empresas (Fonseca & Silveira, 2016), somados ao acesso limitado a capital de terceiros, principalmente os de longo prazo, representam problemas de maior relevância no ambiente corporativo nacional, uma vez que dificulta o acesso ao crédito pelas empresas brasileiras, prejudicando seu crescimento (Carvalho et al., 2019).

Nessa perspectiva, este estudo tem por objetivo analisar a relação entre governança corporativa e a estrutura de capital das empresas brasileiras. Para isso, foram utilizados dados anuais de uma amostra de empresas com ações negociadas na Brasil Bolsa Balcão (B3) entre os anos de 2010 e 2020. Ao analisar esta associação no contexto brasileiro, uma das maiores economias emergentes do mundo, este estudo contribui para a literatura financeira no contexto de mercados emergentes. Contribui ainda com o processo de tomada de decisão sobre a estrutura de capital pelos gestores, ao apontar os determinantes do endividamento das empresas brasileiras, para dessa maneira, verificar a adequação das principais teorias sobre estrutura de capital no contexto brasileiro (*Trade-off e Pecking Order*).

Além disso, Ribeiro e Souza (2022) apontam que os estudos nacionais examinaram a governança corporativa principalmente por meio de uma variável *dummy* representando as empresas listadas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da B3 (NDGC). Este estudo, por outro lado, utiliza também um índice de governança corporativa criado a partir de questões objetivas, com intuito de representar os mecanismos de governança apontados pela literatura como capazes de

reduzir os conflitos de agência. Diferentemente de estudos anteriores como em Black et al (2014), Carvalho et al. (2021), Carvalhal-da-Silva e Leal (2005) e Silveira et al. (2008), o índice aqui proposto utiliza menos variáveis em sua composição, o que torna sua obtenção mais simples que os anteriores e, na visão de Ribeiro e Souza (2022), pode facilitar sua utilização por pesquisadores e investidores brasileiros.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Teorias de Estrutura de Capital

A estrutura de capital das empresas é tema recorrente de debates na teoria financeira desde a década de 1950. Durand (1952), em estudo pioneiro sobre essa matéria, defendia a existência de uma associação entre a estrutura de capital e o valor da firma. Modigliani e Miller (1958), por sua vez, argumentaram que, em um mercado com concorrência perfeita, o valor de mercado de uma empresa não era influenciado por sua estrutura de capital. Assim, pela teoria Modigliani-Miller, inexistiria uma estrutura ótima de capital e, portanto, o modo como as empresas financiavam suas atividades era irrelevante.

Adiante, Modigliani e Miller (1963) chegaram a conclusões distintas ao flexibilizar alguns dos pressupostos assumidos no estudo de 1958. Neste estudo, (Modigliani & Miller, 1963) consideraram os efeitos benéficos fiscais da existência dos tributos na estrutura de capital e no valor das empresas, haja vista que a elevação dos juros pagos reduz o lucro tributável das empresas. Nesse sentido, a utilização de capital de terceiros seria capaz de elevar o valor das firmas.

Por outro lado, estudos como os de DeAngelo e Masulis (1980), Miller (1977) e Scott Jr. (1976), em conformidade com os efeitos da tributação na análise da estrutura de capital das empresas, apontaram que o aumento do endividamento elevava o risco de falência para a empresa e, por conseguinte, o custo de capital. Dessa forma, a partir de um certo ponto, a elevação do risco de falência anulava o benefício fiscal da dívida. Estes estudos advogaram a existência de um *trade-off* entre os custos de falência e o benefício fiscal da dívida. Portanto, a Teoria do Trade-off preconiza que cabe ao gestor otimizar a estrutura de capital da empresa, buscando o equilíbrio entre esses dois fatores (Khoa & Thai, 2021).

Para além da elevação do risco de falência, a utilização de capital de terceiros desperta interesse dos credores sobre as decisões de endividamento das empresas e sua capacidade de arcar com as dívidas. À vista disso, afloram os conflitos de interesses entre os acionistas e credores, acrescendo os conflitos de interesses existentes entre gestores e acionistas. Tais conflitos são preconizados pela Teoria da Agência, desenvolvida por Jensen e Meckling (1976), que analisaram a associação entre administradores, acionistas, custos de agência e estrutura de capital. Jensen e Meckling (1976) propuseram que os credores, a fim de se defenderem dos custos de agência, elevem os juros cobrados nos empréstimos.

Posteriormente, Jensen (1986) propôs a Teoria do *Free Cash Flow*, que fundamentou a utilização de endividamento como um modo de limitar o fluxo de caixa livre para os gestores, pressionando-os a priorizar a busca pela eficiência, investindo em iniciativas que apresentem um maior retorno esperado. Para Jensen (1986), os gestores têm interesse na expansão da empresa, uma vez que isso aumenta o seu poder. Entretanto, se a empresa crescer além do nível ótimo, o acionista pode ter reduzida a sua rentabilidade. Nesse cenário, o endividamento pode ser um instrumento de controle dos acionistas sobre os gestores (Okofu-Dartey & Kwenda, 2021; Santoso & Willim, 2022).

Por seu turno, Myers e Majluf (1984) apresentaram a Teoria do *Pecking Order*, que propõe a existência de uma ordem de preferência entre as fontes de financiamento em razão dos sinais emitidos por essa escolha ao mercado. O argumento principal é de que parte significativa dos conflitos de interesses emergem da assimetria de informações entre os agentes interessados na empresa e, nesse cenário, os gestores detêm grande parte das informações sobre as condições da companhia, bem como as oportunidades disponíveis para ela. Nessa conjuntura, a Teoria da *Pecking Order* de Myers e

Majluf (1984) preconiza que as decisões sobre a estrutura de capital são uma maneira de sinalizar para o mercado aspectos relevantes sobre a empresa. Em concordância com o estabelecido por essa teoria, a empresa tem preferência pelo financiamento interno para compor sua estrutura de capital, e apenas em caso de necessidade, utiliza recursos externos. Após a utilização de recursos internos, a preferência é pela captação de recursos por meio de dívidas e, por último, a emissão de novas ações (Myers, 1984).

Paralelamente ao desenvolvimento dessas teorias, diversos estudos empíricos foram elaborados com o intuito de validá-las em diferentes circunstâncias, bem como identificar a associação entre diferentes fatores e a estrutura de capital adotada pelas empresas. Perobelli e Famá (2003) analisaram, inspirados em Titman e Wessels (1988), os fatores que impactam o endividamento das empresas de capital aberto nos mercados do Chile, México e Argentina. Os resultados apontaram a Teoria da *Pecking Order* como a predominante nesses mercados. Outrossim, os autores mostraram que os fatores determinantes da estrutura de capital eram divergentes nesses mercados. No Chile, o tamanho, a tangibilidade dos ativos e a lucratividade apresentaram relação com o endividamento. No México, apenas a tangibilidade dos ativos não se mostrou um fomentador do endividamento. Por fim, na Argentina, somente a lucratividade mostrou-se indutor do endividamento.

Bastos e Nakamura (2009), similarmente a Perobelli e Famá (2003), estudaram as teorias acerca da estrutura de capital utilizando uma amostra de 297 empresas do Chile, México e Brasil, com dados anuais de 2001 a 2006. Os resultados apurados pelos autores mostraram que no Chile, tanto a Teoria da *Pecking Order* quanto a Teoria do *Trade-off* explicam a estrutura de capital das empresas. Por sua vez, a estrutura de capital das empresas do Brasil e do México são mais bem explicadas pela Teoria da *Pecking Order*.

Em seu estudo, Prazeres et al. (2015) investigaram o endividamento das companhias do setor de telecomunicações do Brasil no período entre 2002 e 2013. Os resultados exibiram uma relação negativa entre as variáveis tamanho e risco para o endividamento de longo prazo, e uma relação negativa das variáveis rentabilidade, tamanho e risco para com o endividamento de curto prazo.

Carvalho et al. (2019) analisaram os determinantes do endividamento de curto e de longo prazo das empresas que constituem o Índice SMLL da B3, com intuito de identificar a teoria que melhor descreve o comportamento destas empresas. Para isso, os autores empregaram modelos de dados em painel com a rentabilidade, o risco, o tamanho, a liquidez corrente, o crescimento e a tangibilidade dos ativos como variáveis explicativas. Os resultados apontaram que a rentabilidade e a liquidez corrente apresentaram uma relação negativa com o endividamento de curto prazo, enquanto as variáveis tamanho, crescimento e tangibilidade apresentaram uma relação positiva. Por sua vez, as variáveis rentabilidade e tangibilidade apresentaram uma relação negativa com o endividamento de longo prazo, enquanto as variáveis risco e tamanho apresentaram uma relação positiva com essa medida de endividamento. Ademais, os autores demonstraram que a Teoria da *Pecking Order* se mostrou mais adequada para descrever a escolha do nível de endividamento de curto prazo, enquanto para o endividamento de longo prazo não houve predomínio de uma teoria.

Recentemente, Leite et al. (2020) também investigaram os determinantes do endividamento de curto e de longo prazo das empresas brasileiras à luz das teorias *Trade-off* e *Pecking Order*. Para tanto, os autores utilizaram uma amostra de 68 empresas do setor de Utilidade Pública no Brasil negociadas pela B3 entre os anos de 2008 e 2017, bem como análise de dados em painel. Os resultados demonstraram que a rentabilidade, o risco, o índice de liquidez e o crescimento foram significativos para explicar o endividamento de curto prazo, enquanto a rentabilidade e o crescimento foram relevantes para a determinação do endividamento de longo prazo. Em todos os casos, as relações observadas entre o endividamento e as variáveis foram negativas, portanto, ora coaduna com a Teoria do *Trade-off*, ora com a *Pecking Order*.

2.2 Relação entre Governança Corporativa e Estrutura de Capital

Estudos como os de Aman e Nguyen (2013), Bradley e Chen (2011), Bradley e Chen (2015), Chen (2012), Devita e Tasman (2021), Fields et al. (2012), Ghouma et al. (2018), Javaid et al. (2021), Mundi (2022) e Tanaka (2014) analisaram a influência da governança corporativa e seus mecanismos sobre o custo da dívida e sobre a estrutura de capital das empresas. O motivo dessa influência é sumarizado por Aman e Nguyen (2013), ao afirmarem que boas práticas de governança podem limitar comportamentos oportunistas de gestores e controladores, o que acarretaria em uma diminuição do prêmio de risco pelos provedores de capital. Apesar das importantes evidências trazidas pelos estudos mencionados, a maioria foi elaborada no contexto do mercado norte-americano.

No Brasil, os estudos realizados com o mesmo objetivo, compreender a influência das boas práticas de governança corporativa e seus mecanismos sobre a estrutura de capital das empresas, têm apresentado resultados divergentes. Silveira et al. (2008) investigaram a influência das práticas de governança corporativa das empresas sobre sua estrutura de capital. Os autores mensuraram a qualidade da governança por meio de um índice abrangente proposto por Silveira (2004), construído para uma amostra de empresas brasileiras com ações mais líquidas negociadas pela B3 entre os anos de 2001 e 2002. Os resultados evidenciaram uma influência positiva e significativa das práticas de governança corporativa sobre a alavancagem financeira das empresas, isto é, a governança corporativa pode ser um fator determinante para a estrutura de capital das firmas brasileiras.

Por outro lado, Vieira et al. (2011) avaliaram se a adoção de práticas de governança corporativa alterava a estrutura de capital e o desempenho das empresas. Os autores fizeram uso de uma amostra de 84 empresas com ações listadas nos segmentos Nível 1 (N1), Nível 2 (N2) e Novo Mercado (NM) da B3, entre os anos de 2001 e 2006. Ademais, os autores empregaram testes de diferenças com intuito de identificar alterações de estrutura e desempenho e regressão com dados em painel para analisar se a governança corporativa influenciava a estrutura de capital das empresas. O resultado mostrou que a governança corporativa exercia pouca influência na estrutura de capital das empresas listadas no N1, N2 e NM, indo de encontro ao estudo de Silveira et al. (2008).

Tani e Albanez (2016) analisaram se a Teoria da *Pecking Order* se aplicava às decisões de financiamento de empresas brasileiras listadas nos diferentes segmentos de governança corporativa da B3. Para isso, os autores utilizaram análises descritivas e modelos de regressão com dados em painel para as empresas com ações negociadas entre os anos de 2010 e 2014. Os resultados do estudo evidenciaram que a Teoria da *Pecking Order* se adequava melhor ao segmento tradicional da B3, confirmando que a maior assimetria informacional ocasionava maior dependência de dívida por parte das empresas. Por outro lado, a Teoria da *Pecking Order* exercia menor influência no segmento de NM, aquele com empresas com maior nível de governança corporativa e menor grau de assimetria informacional. Nesse sentido, os autores forneceram evidências de que a Teoria da *Pecking Order* não explica as decisões de estrutura de capital de companhias que possuem melhores níveis de governança corporativa.

Junqueira et al. (2017) verificaram se a adesão às melhores práticas de governança corporativa reduzia o endividamento das empresas brasileiras. Para tal, os autores empregaram o método dos mínimos quadrados generalizados (MQG) em uma amostra composta por 44 empresas que compunham o Ibovespa em 2008. Os autores não encontraram um resultado estatisticamente significativo para os segmentos N1 e N2 da B3. No entanto, no que diz respeito às empresas listadas no NM, os resultados apontaram uma relação inversa com o endividamento, evidenciando que empresas listadas nesse segmento apresentavam menor volume de endividamento.

Mendonça et al. (2019) corroboraram as evidências de Junqueira et al. (2017) ao investigarem a influência dos mecanismos de governança corporativa externos à firma sobre o endividamento. Para tanto, os autores utilizaram uma amostra composta por 7.490 empresas de 40 países. Os autores fizeram uma distinção entre os mecanismos de governança que afetavam os credores daqueles que afetavam os acionistas minoritários. Os resultados apontaram que os mecanismos de governança

associados à proteção dos acionistas e credores influenciavam significativamente a estrutura de capital das empresas. Isto é, empresas com melhores práticas de governança corporativa tomavam menos dívida, possivelmente com o intuito de restringir o papel monitorador da dívida sobre a liberdade dos *insiders*. Além disso, os resultados sugerem que a Teoria da *Pecking Order* é a que melhor explica o endividamento das empresas, indo de encontro ao estudo de Tani e Albanez (2016).

Recentemente, Ribeiro et al. (2021) analisaram a influência exercida pelo nível de governança corporativa sobre o endividamento das empresas listadas no segmento de energia elétrica da B3. Para isso, os autores empregaram dados em painel em uma amostra de 58 empresas pertencentes ao setor de energia elétrica, negociadas entre os anos de 2012 e 2017. Os resultados indicaram uma relação negativa, porém, não significativa entre a governança e o endividamento geral, isto é, os resultados sugerem que a qualidade da governança corporativa pouco influencia o nível de endividamento das empresas analisadas.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 Amostra e Coleta de Dados

Este artigo tem por objetivo analisar a relação entre governança corporativa e a estrutura de capital das empresas brasileiras. A premissa básica é a de que melhores práticas de governança corporativa podem contribuir para a ampliação de recursos para investimento e para a redução do custo de capital, influenciando, assim, a estrutura de capital dessas empresas (Fonseca & Silveira, 2016). Para esse fim, a população objeto deste estudo são as companhias com ações negociadas pela B3 entre os anos de 2010 e 2020. Adotou-se o ano de 2010 como o primeiro ano de análise, uma vez que este foi o primeiro ano de adesão obrigatória às normas internacionais de contabilidade pelas empresas brasileiras (Machado et al., 2012).

A amostra do estudo foi obtida mediante alguns critérios: (a) por meio da plataforma Economatica® foi obtida a relação de empresas com ações negociadas na bolsa brasileira no período de análise; (b) foram excluídas as empresas com registro cancelado; (c) foram retiradas da amostra as empresas do setor financeiro, uma vez que as suas demonstrações financeiras e indicadores demandam uma interpretação diferente do restante das empresas (Carvalho et al., 2019); (d) fez-se a exclusão das empresas que apresentaram índice de negociabilidade menor ou igual a 0,001, haja vista que Castro Júnior e Yoshinaga (2012) apontam que empresas que apresentam um baixo índice de negociabilidade tendem a apresentar grande número de dados faltantes; (e) exclusão das empresas com patrimônio líquido negativo. Ao fim, a amostra foi composta por 118 empresas pertencentes a nove setores: Indústria (25%); Serviços (25%); Energia Elétrica (15%); Construção Civil (11%); Varejo (9%); Petróleo, Gás e Biocombustíveis (6%); Mineração; Siderurgia e Metalurgia (6%); Saneamento (2%) e; Agropecuária (2%).

No tocante à coleta dos dados econômico-financeiros, estes foram obtidos via plataforma Economatica®. No que concerne aos dados para a criação do índice de governança, estes foram obtidos via documentos de apresentação obrigatória à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), públicos e disponíveis no site da CVM e das próprias empresas (Relacionamento com Investidores-RI), além do portal da JPMorgan, instituição líder mundial em serviços financeiros e a terceira maior empresa do setor no mundo. Na Tabela 1 são expostas detalhadamente as fontes de dados.

3.2 Definição das Variáveis

As variáveis analisadas neste artigo foram consideradas a partir da literatura e referem-se, além da qualidade da governança corporativa, às características internas das empresas, com intuito de capturar seu endividamento e os possíveis fatores determinantes para essa decisão. Como variáveis dependentes foram considerados os índices de endividamento das companhias. Assim como Carvalho et al. (2019), Leite et al. (2020), Pereira et al. (2015) e Prazeres et al. (2015), optou-se pela utilização

do Endividamento de Curto Prazo (ECP), o Endividamento de Longo Prazo (ELP), além do grau de alavancagem financeira (ALV).

Amparando-se na literatura sobre estrutura de capital, como em Carvalho et al. (2019), Cheng e Shiu (2007), Fan et al. (2012), Jong et al. (2008), Leite et al. (2020), Prazeres et al. (2015), Rajan e Zingales (1995) e Victor et al. (2018), foram selecionadas seis características associadas ao endividamento: Rentabilidade dos Ativos (ROA), Risco (RISC), Tamanho da Empresa (TAM), Índice de Liquidez Corrente (ILC), Oportunidades de Crescimento (CRES) e Tangibilidade dos Ativos (TANG).

No que concerne à qualidade da governança corporativa, foram desenvolvidos dois índices (o IGOV, o índice principal e o IGOV8, uma variação do IGOV) com intuito de capturar os mecanismos de governança capazes de reduzir os conflitos de agência. Foram empregadas dez variáveis na composição do IGOV e oito na composição do IGOV8, escolhidas em conformidade com a literatura acerca da Teoria da Agência e inspirado nos estudos de Al-Najjar e Al-Najjaré (2017), Carvalhal-da-Silva e Leal (2005), Ribeiro e Souza (2022) e Silveira (2004). Com isso, espera-se oferecer alternativas de mensuração das melhores práticas de governança corporativa no Brasil. As variáveis utilizadas na criação dos índices são descritas na Tabela 1.

Tabela 1

Variáveis que compõem os índices de governança

Variáveis	Perguntas	Fonte dos Dados
Conselho de Administração (CA)	O Conselho de Administração tem entre cinco e nove membros?	FR
Estrutura de Propriedade e de Controle (EP)	Os acionistas controladores possuem menos de 50% das ações com direito a voto? A companhia tem mais de 25% de suas ações em <i>free-float</i> ?	FR FR
Divulgação e Transparência (DT)	A empresa pública fatos relevantes e comunicados ao mercado? A empresa tem Declarações de dividendos disponibilizadas aos acionistas?	FR e CVM FR e CVM
Incentivos aos Administradores (IA)	Os administradores têm participação nos lucros? A empresa possui Plano de opção de compra de ações? A empresa possui Remuneração baseada em ações?	FR FR FR
<i>Disclosure</i> (DI)	Empresa Participa dos NDGC?	B3
Setor (IND)	A companhia é emissora de <i>American Depositary Receipt</i> (ADR)? A empresa é do setor industrial?	JPMorgan Economática®

Nota: Formulário de Referência (FR), Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Brasil Bolsa Balcão (B3).

O IGOV é obtido a partir de dez perguntas binárias objetivas, em que, para cada resposta positiva, acrescentou-se um ponto ao índice. A construção do índice considerou cinco mecanismos de governança corporativa: Conselho de Administração, Estrutura de Propriedade e de Controle, Divulgação e Transparência, Incentivos aos Administradores e Nível de *Disclosure*. Dessa forma, o IGOV apresenta valor entre 0 e 10.

Por sua vez, o IGOV8, uma variação do IGOV, é obtido por intermédio da soma dos mecanismos Divulgação e Transparência, Incentivos aos Administradores, Nível de *Disclosure*, mais a variável representando o setor de atuação (+1 ponto para empresas industriais). Desse modo, o IGOV8 tem valor entre 0 e 8 e seu cálculo é mais simples do que o IGOV, uma vez que é obtido por meio de menos variáveis. Ademais, o IGOV8 foi empregado, pois Correia et al. (2011) e Silveira (2004) apontam que a transparência e o incentivo aos administradores são mais eficientes em aferir a qualidade da governança no Brasil do que o conselho de administração e a estrutura de propriedade. Por sua vez, setores de atividades mais regulamentadas, como o industrial, podem influenciar a qualidade da governança corporativa dessas empresas, ao serem obrigadas a se adequarem a melhores práticas de governança (Silveira, 2004).

Além dos índices citados, optou-se por utilizar também, como métrica de governança, a listagem das empresas nos NDGC da B3, haja vista que Ribeiro e Souza (2022) indicam que esta é a forma mais utilizada quando se trata de estudos empíricos sobre governança no Brasil. Assim sendo, a *proxy* NDGC recebeu valor 1 quando a empresa em questão é listada em algum dos níveis de governança da B3, e 0 quando é listada no mercado tradicional. A Tabela 2 sumariza as variáveis utilizadas no estudo e apresenta suas fórmulas de cálculo, o suporte teórico e no caso das variáveis independentes, a relação esperada com o endividamento.

Tabela 2
Variáveis do estudo

	Variáveis	Relação Esperada	Suporte Teórico
Dependentes	<i>ECP</i> $\frac{\text{Dívida de Curto Prazo}}{\text{Ativo Total}}$	-	Carvalho et al. (2019); Leite et al. (2020); Prazeres et al. (2015)
	<i>ELP</i> $\frac{\text{Dívida de Longo Prazo}}{\text{Ativo Total}}$	-	
	<i>ALV</i> $\frac{(\text{Dívida de Curto Prazo} + \text{Dívida de Longo Prazo})}{\text{Ativo Total}}$	-	Junqueira, et al. (2017); Mendonça et al. (2019); Pereira et al. (2015)
Independentes	<i>IGOV</i> $CA + EP + DT + IA + DI$	Positiva	Al-Najjar e Al-Najjaré (2017); Carvalhal-da-Silva e Leal (2005); Ribeiro e Souza (2021); Silveira (2004)
	<i>IGOV8</i> $DT + IA + DI + IND$	Positiva	
	<i>NDGC</i> Dummy 0 ou 1	Positiva	
	<i>ROA</i> $\text{Lucro Líquido}/\text{Ativo Total}$	Negativa	Bastos e Nakamura (2009); Carvalho et al. (2019); Leite et al. (2020); Prazeres et al. (2015); Rajan e Zingales (1995); Titman e Wessels (1988);
	<i>RISC</i> $\text{Desvio padrão (EBIT)}/\text{Ativo Total}$	Negativa	
	<i>TAM</i> $\ln(\text{Receita Operacional Líquida})$	Positiva	
	<i>ILC</i> $\text{Ativo Circulante}/\text{Passivo Circulante}$	Positiva	
	<i>CRESC</i> $(\text{Vendas}_t - \text{Vendas}_{t-1})/\text{Vendas}_{t-1}$	Negativa	
<i>TANG</i> $(\text{Imobilizado} + \text{Estoque})/\text{Ativo Total}$	Negativa		

3.2 Modelos Econométricos

Com o intuito de testar a hipótese de que a governança corporativa é um fator determinante da estrutura de capital das empresas, foram utilizados modelos de dados em painel. Na visão de Hill et al. (2012), modelos estimados por meio de dados em painel possuem diversas vantagens em relação àqueles de corte transversal e de séries temporais, como por exemplo, aumentarem o número de graus de liberdade, controlarem a heterogeneidade presente nos dados, permitirem o uso de mais observações, bem como diminuírem a colinearidade entre as variáveis. Ademais, é o método mais utilizado em pesquisas sobre o tema. O modelo geral estimado é representado pela Equação 1.

$$\begin{aligned} End_{it} = & \beta_{0it} + \beta_{1it}GC_{it} + \beta_{2it}ROA_{it} + \beta_{3it}RISC_{it} + \beta_{4it}TAM_{it} + \\ & + \beta_{5it}ILC_{it} + \beta_{6it}CRESC_{it} + \beta_{7it}TANG_{it} + e_{it} \end{aligned} \quad (1)$$

Em que: End_{it} representa as variáveis dependentes e refere-se aos índices de endividamento das empresas (*ECP*, *ELP* e *ALV*); GC_{it} são as variáveis que representam a qualidade da governança corporativa (*IGOV*, *IGOV8* e *NDGC*); *ROA*, *RISC*, *TAM*, *ILC*, *CRESC* e *TANG* são as demais variáveis que representam os determinantes internos da estrutura de capital das empresas de acordo com a literatura; β_0 refere-se ao parâmetro de intercepto; β_1 , β_2 , β_3 , β_4 , β_5 , β_6 e β_7 , referem-se aos

coeficientes correspondentes a cada uma das variáveis explicativas do modelo e; e_{it} refere-se ao erro idiossincrático, uma vez que varia aleatoriamente para todas as empresas e períodos.

As regressões por meio de dados em painel, conforme aponta Wooldridge (2010), podem ser estimadas mediante modelo *pooled* (dados empilhados), efeitos aleatórios (RE) ou efeitos fixos (FE). A identificação do modelo mais adequado aos dados do estudo é realizada via testes de Chow, que compara o modelo *pooled* ao modelo FE, o teste de *Breusch-Pagan*, que compara o modelo de RE ao modelo *pooled*, e o teste de Hausman, que compara o modelo FE e RE (Wooldridge, 2010).

Obteve-se, como resultados de tais testes, p-valores < 0,0001 em todos as regressões analisadas, o que indica o modelo FE como o mais adequado aos dados do estudo. Neste modelo, há existência de heterogeneidade entre os grupos, com características invariantes no tempo. Assim, no modelo FE pressupõem-se que cada grupo tenha um intercepto diferente, que é constante ao longo do tempo (Fávero & Belfiore, 2017).

Alinhado o modelo mais adequado, realizou-se em seguida, os testes de diagnóstico para validar as regressões utilizadas nas análises. O teste de Jarque-Bera, empregado para testar a normalidade dos resíduos, rejeitou a hipótese nula de distribuição normal em todas as regressões. Entretanto, Wooldridge (2010) aponta que se o tamanho da amostra for suficientemente grande, pelo teorema do limite central, a inferência a estatística não é invalidada. Por sua vez, os testes de *Breusch-Godfrey* e *Breusch-Pagan* indicaram problemas de autocorrelação e homocedasticidade, respectivamente. Como correção, optou-se por estimar as regressões com “Erros padrão robustos (HAC)”, método desenvolvido por Newey e West (1987) como solução única para os dois problemas.

No que concerne à multicolinearidade, esta foi verificada por meio dos valores do fator de inflação da variância (FIV) para todas as variáveis do estudo. O maior valor de FIV foi observado na variável IGOV (6,65), e de acordo com Wooldridge (2010), assume-se, pela literatura, que valores inferiores a 10 para o FIV indicam que não há problemas com colinearidade entre as variáveis estudadas.

Por fim, na Tabela 3 é exposta a matriz de correlação entre as *proxies* de governança e as variáveis dependentes. Observa-se que os índices IGOV e IGOV8, pela sua construção, são fortemente correlacionados. O mesmo não ocorre entre os índices citados e a *proxy* NDGC. Quanto às correlações entre as *proxies* de endividamento e de governança corporativa, observou-se uma correlação fraca e negativa na maioria dos casos. Entretanto, estas correlações não são significativas ao nível de 5%, o que pode ser um indício de que a qualidade governança corporativa não é um fator considerado pelos credores ao fornecerem capital para as empresas brasileiras de capital aberto.

Tabela 3

Matriz de Correlação entre os as proxies de governança e as variáveis dependentes

Variáveis	IGOV	IGOV8	NDGC	ECP	ELP	END
IGOV	1					
IGOV8	0,8388	1				
NDGC	0,3459	0,2866	1			
ECP	-0,0796	-0,1066	-0,0218	1		
ELP	-0,0837	-0,0877	-0,0192	0,8873	1	
END	0,0044	-0,0041	0,1101	-0,1837	-0,1694	1

Nota: 5% valor crítico (bicaudal) = 0,0591.

Os modelos e os testes executados neste estudo foram estimados com o apoio do *software Stata*, a partir dos dados anuais de 2010 a 2020, das empresas que integraram a amostra. Os resultados são apresentados na seção 4, a seguir.

4 APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

Nesta seção são apresentados os resultados das regressões estimadas, bem como aqueles referentes à criação dos índices de governança corporativa e a discussão a respeito desses resultados. Na Tabela 4 são expostas as estatísticas descritivas das *proxies* de governança e das variáveis dependentes. O valor médio do IGOV aumentou de 5,87 em 2010 para 6,31 em 2020, enquanto o IGOV8 registrou média de 4,19 em 2010 e 4,45 em 2020. Percebe-se diferenças substanciais na adoção das boas práticas de governança por parte das empresas analisadas, haja vista que o valor mínimo de IGOV foi de 1 e o máximo de 10. Da mesma forma, o IGOV8 apresentou uma distribuição com valor mínimo de 0 e máximo de 8, registrando uma boa amplitude desses índices. No que tange à *proxy* NDGC, esta apresentou um pequeno aumento de 2010 para 2020 (0,08). Por se tratar de uma variável *dummy*, que assume valores de 0 ou 1, a média > 0,5 mostra que a maioria das empresas presentes na amostra são negociadas nos NDGC da B3. Por sua vez, pelas médias de endividamento de curto e longo prazo, assim como pelas médias de alavancagem, não é possível apontar um aumento médio do endividamento das empresas da amostra no período analisado.

Tabela 4

Estatísticas descritivas das proxies de governança e das variáveis dependentes

Período	IGOV		IGOV8		NDGC		ECP		ELP		ALV	
	Méd.	D.P.	Méd.	D.P.	Méd.	D.P.	Méd.	D.P.	Méd.	D.P.	Méd.	D.P.
2010	5,87	1,67	4,19	1,29	0,82	0,38	0,20	0,20	0,22	0,25	0,28	0,25
2011	6,01	1,83	4,34	1,39	0,85	0,36	0,21	0,20	0,25	0,26	0,30	0,26
2012	6,11	1,71	4,41	1,32	0,85	0,35	0,20	0,24	0,26	0,24	0,31	0,26
2013	6,1	1,76	4,4	1,33	0,87	0,34	0,19	0,21	0,20	0,24	0,29	0,25
2014	6,21	1,74	4,46	1,3	0,88	0,32	0,21	0,23	0,21	0,21	0,29	0,27
2015	6,14	1,71	4,39	1,28	0,88	0,33	0,25	0,23	0,23	0,22	0,29	0,27
2016	6,13	1,76	4,38	1,32	0,88	0,33	0,23	0,21	0,28	0,25	0,29	0,27
2017	6,13	1,78	4,33	1,47	0,87	0,33	0,26	0,27	0,19	0,16	0,33	0,29
2018	6,29	1,76	4,44	1,48	0,88	0,33	0,22	0,24	0,22	0,25	0,32	0,30
2019	6,27	1,72	4,4	1,47	0,89	0,32	0,25	0,26	0,31	0,27	0,26	0,26
2020	6,31	1,59	4,45	1,33	0,9	0,29	0,32	0,39	0,16	0,18	0,27	0,27
<i>Min/Máx.</i>	<i>1,00</i>	<i>10,00</i>	<i>0,00</i>	<i>8,00</i>	<i>0,00</i>	<i>1,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,96</i>	<i>0,00</i>	<i>0,93</i>	<i>0,00</i>	<i>0,99</i>

Antes de estimar as regressões, realizou-se uma validação do IGOV – índice principal deste estudo – por meio de testes de média dos valores de *Firm Value* (FV), obtido via banco de dados Economática®, e agrupados conforme o IGOV das empresas. As empresas da amostra foram agrupadas de acordo com o IGOV em: (i) “Baixa” qualidade de governança (composto pelas empresas com IGOV entre 0 e 4); (ii) “Média” qualidade de governança (formado pelas empresas com IGOV entre 5 e 7) e; “Alta” qualidade de governança (compreendeu as empresas com IGOV entre 8 e 10). A Tabela 5 mostra o agrupamento dessas empresas, bem como os resultados dos testes de médias (teste *t*, teste *F* e ANOVA).

No que tange à classificação, 14,87% das empresas foram classificadas como “Baixa” qualidade de governança, 61,47% como “Média” qualidade e 23,66% como “Alta” qualidade. Este resultado mostra que grande parte das empresas brasileiras com ações negociadas pela B3 ainda precisam melhorar seus mecanismos de governança. Por meio do teste *t*, que compara a média de dois grupos de amostras, rejeitou-se a hipótese nula na comparação dos grupos “Média” X “Alta” e “Baixa” X “Alta” qualidade da governança nas médias de FV. Pelo teste *F*, estruturado para avaliar a variação da média entre dois grupos, rejeitou-se a hipótese nula na comparação entre os grupos “Média” X “Alta” e “Baixa” X “Alta” qualidade da governança nas médias de FV. Já pela análise de

variância (ANOVA), que determina se existe diferença significativa na média entre três ou mais grupos, rejeitou-se a hipótese nula para as médias de FV. Essas rejeições das hipóteses nulas mostraram que as médias dos grupos se diferem significativamente, evidenciando que empresas bem governadas tendem a apresentar maior desempenho de mercado. Tal resultado é condizente com a literatura e é um indício que o índice criado representa bem a qualidade da governança corporativa das empresas brasileiras (Correia et al., 2011).

Tabela 5

Classificação da Governança Corporativa e testes de médias

Painel (a): Classificação do IGOV										
"Baixa Governança"					"Média Governança"			"Alta Governança"		
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
0,00%	0,73%	1,83%	4,18%	8,13%	21,47%	20,95%	19,05%	15,09%	7,84%	0,73%
14,87%					61,47%			23,66%		
Painel (b): Testes de Média - FV										
Testes de Média	t	p-valor	F	p-valor						
"Baixa" X "Média"	-1,5834	0,1139	1,0278	0,4219						
"Média" X "Alta"	-2,3177	0,0208**	1,2470	0,0692*						
"Baixa" X "Alta"	-3,1746	0,0017**	1,2816	0,0931*						
ANOVA		F = 4,9663		p-valor = 0,0073***						

Nota: Os asteriscos indicam os níveis de significância: * p < 0,01, ** p < 0,05, *** p < 0,10.

No que tange aos modelos, na Tabela 6 são apresentados os coeficientes e seu respectivo nível de significância, os resultados dos testes F para a significância dos modelos e o coeficiente de determinação para os modelos estimados com o endividamento de curto prazo, longo prazo e geral (alavancagem) como variáveis dependentes; e o IGOV como medida de governança e variável independente. Pelo teste F, que exhibe a significância global dos modelos, observa-se que nos três modelos a hipótese nula foi fortemente rejeitada, dado o p-valor próximo de 0, isto é, conjuntamente, as variáveis analisadas são significativas para explicar o endividamento das empresas.

No que tange aos coeficientes de determinação dos modelos, as variáveis independentes são capazes de explicar 13,9% da variação do ECP, 12,74% da variação do ELP e 17,11% da variação da ALV. Isso significa que há outros fatores que explicam o endividamento das empresas, como o cenário macroeconômico, por exemplo.

Tabela 6

Resultados das regressões com o IGOV como métrica de governança

Variáveis	ECP	ELP	ALV
Constante	-4,0501 0,0001***	-8,3071 0,0016***	44,8125 0,0027***
IGOV	0,0331 0,1381	0,0781 0,2049	0,8225 0,2538
ROA	-0,0002 0,9552	-0,0053 0,6096	-0,6024 0,0001***
RSC	0,0096 0,0005***	0,0186 0,0046***	-0,1350 0,0034***
TAM	0,2715 0,0001***	0,5474 0,0009***	0,5290 0,5478
ILC	0,0693 0,0708*	0,0989 0,1740	-2,8882 0,0001***

Variáveis	ECP	ELP	ALV
CRES	-0,0057 0,7178	0,0389 0,4364	0,5015 0,1774
TANG	-0,4340 0,2825	-0,5119 0,3659	-4,0591 0,6114
Prob > F	0,0000	0,0015	0,0000
R ² LSDV	0,9001	0,9006	0,8435
R ² within	0,1390	0,1274	0,1711

Notas: (i) A primeira linha de cada variável apresenta os valores dos coeficientes enquanto a segunda apresenta os p-valores; (ii) Os asteriscos indicam os níveis de significância: * p < 0,01, ** p < 0,05, *** p < 0,10; (iii) O teste F de todos os modelos apresentou 99% de significância.

Relativamente à significância dos coeficientes, no modelo estimado para o endividamento de curto prazo, apenas a constante, o risco e o tamanho foram estatisticamente significativos ao nível de 1%, o índice de liquidez corrente, quando considerado o nível de significância de 10%. A qualidade da governança, medida de IGOV, a rentabilidade dos ativos, o crescimento e a tangibilidade dos ativos da empresa não foram estatisticamente significativos, nem mesmo ao nível de 10%. No modelo que tem como variável dependente o endividamento de longo prazo o resultado foi similar, com exceção do índice de liquidez corrente, que não foi estatisticamente significativo para esta estimação. Por outro lado, no modelo que tem como variável dependente a alavancagem, a constante, a rentabilidade dos ativos, o risco e o índice de liquidez corrente foram estatisticamente significantes ao nível de 1%. O IGOV, o tamanho, o crescimento e a tangibilidade dos ativos não foram estatisticamente significativos.

Similarmente à Tabela 6, a Tabela 7 exhibe os resultados das estimações dos modelos contendo o IGOV8 como métrica da qualidade da governança corporativa. O resultado do teste F mostra que nos três modelos o p-valor é próximo de 0, indicando que simultaneamente as variáveis independentes, incluindo o IGOV8, são significativas em explicar o endividamento das empresas. Os coeficientes de determinação realçam que as variáveis analisadas explicam 13,77% da variação do ECP, 12,58% da variação do ELP e 17,29% da variação da ALV, valores muito próximos aos modelos estimados com o índice IGOV como parâmetro da qualidade da governança corporativa das empresas.

No que respeita à significância dos coeficientes, os resultados com as estimações com o IGOV8 foram idênticos às estimadas com o IGOV. No modelo estimado para ECP, a constante, o RISC, o TAM e o ILC foram estatisticamente significativos, enquanto o IGOV8, o ROA, o CRES e a TANG não foram. No modelo que tem como variável dependente o ELP, o resultado foi idêntico ao modelo com o ECP, com exceção do ILC, que não foi estatisticamente significativo. No modelo para a ALV, a constante, o ROA, o RISC e o ILC foram estatisticamente significativos ao nível de 1%, enquanto o IGOV8, o TAM, o CRES e a TANG não.

Tabela 7

Resultados das regressões com o IGOV8 como métrica de governança

Variáveis	ECP	ELP	ALV
Constante	-3,8848 0,0001***	-7,9569 0,0020***	44,1620 0,0024***
IGOV8	0,0104 0,7446	0,0322 0,5073	1,1553 0,2076
ROA	-0,0001 0,9789	-0,0051 0,6228	-0,6090 0,0001***
RISC	0,0094 0,0006***	0,0182 0,0048***	-0,1345 0,0037***

A GOVERNANÇA CORPORATIVA AFETA A ESTRUTURA DE CAPITAL? EVIDÊNCIAS DAS EMPRESAS LISTADAS NA BRASIL BOLSA BALCÃO NO PERÍODO 2010-2020

Variáveis	ECP	ELP	ALV
TAM	0,2719 0,0001***	0,5485 0,0008***	0,5563 0,5208
ILC	0,0701 0,0667*	0,1010 0,1566	-2,8614 0,0001***
CRES	-0,0047 0,7685	0,0411 0,4147	0,5048 0,1802
TANG	-0,4572 0,2594	-0,5588 0,3251	-3,6993 0,6415
Prob > F	0,0000	0,0016	0,0000
R ² LSDV	0,9000	0,9004	0,8438
R ² within	0,1377	0,1258	0,1729

Notas: (i) A primeira linha de cada variável apresenta os valores dos coeficientes enquanto a segunda apresenta os p-valores; (ii) Os asteriscos indicam os níveis de significância: * p < 0,01, ** p < 0,05, *** p < 0,10; (iii) O teste F de todos os modelos apresentou 99% de significância.

Finalmente, a Tabela 8 mostra os resultados das estimações dos modelos abrangendo o NDGC como *proxy* da qualidade da governança corporativa. O teste F com p-valor próximo de 0 aponta que as variáveis independentes são conjuntamente significativas para explicar o endividamento das empresas. Por sua parte, os coeficientes de determinação expõem que as variáveis em questão explicam 13,98% da variação do ECP, 12,63% da variação do ELP e 17,0% da variação da ALV, valores parecidos aos observados nas estimações dos modelos com os índices IGOV e IGOV8 como referências da qualidade da governança corporativa das empresas brasileiras.

Tabela 8

Resultados das regressões com o NDGC como métrica de governança

Variáveis	ECP	ELP	ALV
Constante	-3,9399 0,0001***	-7,6530 0,0022***	48,5834 0,0014***
NDGC	0,2711 0,2818	-0,326113 0,3957	4,2191 0,4666
ROA	0,0005 0,9068	-0,0053 0,6065	-0,5896 0,0001***
RISC	0,0095 0,0005***	0,0178 0,006***	-0,1379 0,0024***
TAM	0,2639 0,0001***	0,5573 0,0007***	0,4122 0,6492***
ILC	0,0690 0,0707*	0,1020 0,1508	-2,8849 0,0001***
CRES	-0,0042 0,7941	0,0415 0,4092	0,5372 0,154
TANG	-0,5239 0,2097	-0,5254 0,3455	-5,7765 0,4722
Prob > F	0,0000	0,0022	0,0000
R ² LSDV	0,9002	0,9005	0,8433
R ² within	0,1398	0,1263	0,1700

No que concerne à significância dos coeficientes, os resultados das regressões estimadas com o NDGC foram idênticos às estimadas com os demais índices de governança, com exceção da variável

TAM, que foi estatisticamente significativa no modelo estimado para a ALV. A constante, o RISC e o TAM foram estatisticamente significativos, diferentemente das variáveis NDGC, CRES e TANG. O ILC foi estatisticamente significativo para o modelo para o ECP, quando considerado o nível de significância de 10%.

Na próxima seção é analisada a direção dos coeficientes das regressões, tal como a comparação dos resultados com os achados prévios da literatura e as proposições das teorias da *Pecking Order* e *Trade-off*.

5 DISCUSSÃO

Os coeficientes para o IGOV e IGOV8 apresentaram relação positiva com o endividamento em todos os modelos estimados (ECP, ELP e ALV), enquanto os coeficientes do NDGC foram positivos nos modelos ECP e ALV e negativo no modelo ELP. Entretanto, os modelos estimados não apresentaram significância estatística, demonstrando que a qualidade da governança corporativa pode não ser um fator relevante nas decisões sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras. Esse resultado, contrário ao esperado, corrobora os achados de Ribeiro et al. (2021) e Vieira et al. (2011). Ribeiro et al. (2021) documentaram uma relação negativa entre a governança e a estrutura, porém, sem significância estatística. Por sua vez, Vieira et al. (2011) mostraram que a governança corporativa exerce pouca influência na estrutura de capital das empresas.

Apesar de não significativos, os resultados aqui observados apontam para algumas inferências importantes. Em primeiro lugar, uma das funções da governança corporativa é a salvaguarda dos direitos dos acionistas, e a sua relação não significativa com o endividamento pode ser justificada pela redução dos efeitos nocivos oriundos do conflito do tipo principal-principal, característico no Brasil (Brandão & Crisóstomo, 2015). Isto é, a qualidade da governança corporativa pode estar atuando de forma eficiente na redução da expropriação da riqueza dos acionistas minoritários. Nesse sentido, no Brasil pode prevalecer o efeito alinhamento, no qual o sistema de monitoramento é exercido sob a influência do acionista controlador e não dos credores (Nascimento et al., 2018). Em segundo lugar, há a possibilidade do efeito disciplinador da governança sobre a gestão, isto é, quando há redução do fluxo de caixa livre à disposição da gestão, por meio da maior distribuição de dividendos, ou do uso dos recursos próprios no financiamento de empreendimentos que maximizem oportunidades de crescimento da empresa. Assim, a empresa passa a priorizar o uso de recursos próprios em seus investimentos, utilizando as dívidas com terceiros apenas para o financiamento da parcela residual do investimento não coberto pelo fluxo de caixa livre (Crisóstomo et al., 2020).

No que tange aos demais coeficientes, as direções são idênticas entre os modelos IGOV e IGOV8 e bem similares ao modelo NDGC, com exceção do ROA, que é positivo no modelo ECP com o NDGC como *proxy* de governança. Nos modelos com os índices IGOV e IGOV8 como métricas de governança, observou-se uma relação negativa entre o ROA e o endividamento, destacando significância estatística entre o ROA e a ALV. Essa relação é similar aos resultados de Bastos e Nakamura (2009), Carvalho et al. (2019), Prazeres et al. (2015) e Silveira et al. (2008), bem como estão alinhados com o estabelecido pela Teoria *Pecking Order*. Além disso, o resultado sugere que as empresas brasileiras podem enfrentar restrições de crédito e custos elevados de capital de terceiros, o que faz com que o financiamento com recursos próprios seja mais atrativo.

Nos modelos estimados para o endividamento de curto e longo prazo (ECP e ELP), respectivamente, o coeficiente do RISC foi positivo, indo ao encontro dos achados de Bastos e Nakamura (2009) e Carvalho et al. (2019). Por outro lado, no modelo ALV, o relacionamento entre endividamento e o risco foi negativo, corroborando Leite et al. (2020). Tanto pela Teoria *Pecking Order* quanto pela Teoria *Trade-off*, é prevista uma relação negativa entre essas variáveis. Esse resultado sugere que investidores podem evitar empresas de maior risco, pressionando os gestores a buscarem capital de terceiros (Carvalho et al., 2019).

O coeficiente encontrado para o TAM foi positivo em todos os modelos analisados, destacando a significância estatística observada nos modelos ECP e ELP. Tal resultado é similar aos achados de Carvalho et al. (2019), Mendonça et al. (2019) e Ribeiro et al. (2021) e vai de encontro aos resultados observados por Junqueira et al. (2017), Leite et al. (2020) e Prazeres et al. (2015), que salientaram uma relação negativa entre as variáveis. Conforme ressaltado por Prazeres et al. (2015), a relação entre endividamento e tamanho é fonte de discordâncias teóricas, com estudos ora apontando uma associação positiva, ora negativa. Os resultados deste estudo são considerados tanto pela Teoria *Pecking Order* quanto pela Teoria Trade-off e sugerem que empresas maiores dispõem de maior capacidade de endividamento.

A variável ILC foi positiva e significativa nos modelos do ECP e positiva, porém, não significativa nos modelos para o ELP. Leite et al. (2020) também apontaram uma relação positiva e não significativa entre ILC e o ELP. Nos modelos para a ALV, a associação entre o endividamento e o ILC foram negativas, corroborando Bastos e Nakamura (2009) e Carvalho et al. (2019). Dessa forma, o resultado aqui observado é favorável à Teoria Trade-off para o endividamento de longo prazo, que espera que não haja significância estatística nessa associação; e a Teoria *Pecking Order* para o endividamento geral (ALV), que sugere uma associação negativa entre as variáveis.

Por sua vez, o crescimento foi negativo nos modelos para o ECP e positivo nos modelos para o ELP e ALV, sem significância estatística em todos os modelos. Khoa e Thai (2021), Leite et al. (2020) e Silveira et al. (2008) encontraram uma relação negativa e significativa entre o endividamento e o crescimento, resultado similar ao observado para o ECP e que condiz com as teorias do *Trade-off* e *Pecking Order*. Por outro lado, a relação observada para os modelos ELP e ALV vai ao encontro de Carvalho et al. (2019) e está em desacordo com ambas as teorias. Entretanto, uma relação positiva entre o crescimento e o endividamento sugere que empresas em crescimento tendem a se financiar mais por meio de capital de terceiros do que por capital próprio, resultado alinhado à Teoria da Assimetria de Informações (Brito et al., 2007).

Por último, foi observada uma relação negativa e não significativa entre a TANG e o endividamento em todos os modelos. Khoa e Thai (2021), Leite et al. (2020), Mendonça et al. (2019) e Silveira et al. (2008) também encontraram uma relação negativa entre endividamento e tangibilidade dos ativos. Tais resultados estão em desacordo com ambas as teorias (*Trade-Off* e *Pecking Order*), uma vez que por essas, é esperada uma relação positiva entre o endividamento e a TANG.

Na Tabela 9 é exibido um resumo das associações esperadas e documentadas neste estudo, no qual observa-se que o maior número das variáveis não mostrou a relação esperada com o endividamento. Com apenas o risco, o índice de liquidez corrente e a tangibilidade dos ativos apresentando uma associação divergente, nota-se que a Teoria *Pecking Order* se revelou a mais adequada em explicar o nível de endividamento de curto prazo das empresas analisadas. Tal resultado corrobora os achados de Bastos e Nakamura (2009), Carvalho et al. (2019) e Prazeres et al. (2015).

Tabela 9
Relações esperadas e documentadas

Variável	Relação Esperada		Relação Observada					
	<i>Trade-off</i>	<i>Pecking Order</i>	ECP		ELP		ALV	
IGOV	Positiva	Positiva	+	Não Sig.	+	Não Sig.	+	Não Sig.
IGOV8	Positiva	Positiva	+	Não Sig.	+	Não Sig.	+	Não Sig.
NDGC	Positiva	Positiva	+	Não Sig.	-	Não Sig.	+	Não Sig.
ROA	Positiva	Negativa	-	Não Sig.	-	Não Sig.	-	Sig.
RISC	Negativa	Negativa	+	Sig.	+	Sig.	-	Sig.
TAM	Positiva	Positiva/Negativa	+	Sig.	+	Sig.	+	Não Sig.
ILC	Não Significante	Negativa	+	Sig.	+	Não Sig.	-	Sig.
CRESC	Negativa	Negativa	-	Não Sig.	+	Não Sig.	+	Não Sig.
TANG	Positiva	Positiva	-	Não Sig.	-	Não Sig.	-	Não Sig.

Legenda: Não sig.: Não significativa.

No que diz respeito ao endividamento de longo prazo, a relação entre as variáveis não apontou o predomínio de nenhuma das teorias, *Trade-off* ou *Pecking Order*. Esse resultado vai ao encontro do documentado por Carvalho et al. (2019) e Leite et al. (2020) e sugere um obstáculo maior de acesso ao crédito pelas empresas brasileiras, bem como indica que pode haver outros fatores relevantes na decisão do gestor no que tange ao endividamento de longo prazo, como variáveis macroeconômicas, por exemplo.

Por fim, no tocante à alavancagem financeira, verifica-se que a Teoria *Pecking Order* se mostrou mais apropriada em descrever a escolha do nível de endividamento geral das empresas brasileiras, com apenas as variáveis CRES e TANG não apresentando relacionamento condizente com tal teoria. Esse resultado é condizente com a maioria dos achados na literatura brasileira acerca do tema, a exemplo de Bastos e Nakamura (2009), Carvalho et al. (2019), Leite et al. (2020) e Prazeres et al. (2015).

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve por objetivo analisar a relação entre governança corporativa e a estrutura de capital das empresas brasileiras. Para tanto, foram utilizados dados anuais de uma amostra de 118 empresas com ações negociadas pela B3 entre os anos de 2010 e 2020, bem como modelos estimados por meio de dados em painel de efeitos fixos.

Além da governança, foram analisados seis fatores associadas ao endividamento pela literatura (rentabilidade dos ativos, risco, tamanho da empresa, índice de liquidez corrente, oportunidades de crescimento e tangibilidade dos ativos), com intuito de contribuir com o processo de tomada de decisão sobre a estrutura de capital pelos gestores, ao apontar os determinantes do endividamento das empresas brasileiras. Ademais, com o relacionamento observado entre os fatores e o endividamento, verificou-se a adequação das principais teorias sobre estrutura de capital no contexto brasileiro (*Trade-off* e *Pecking Order*).

Como variáveis dependentes foram considerados os índices de endividamento de curto e de longo prazo, além do grau de alavancagem financeira. Com relação à qualidade da governança corporativa, foram obtidos dois índices (IGOV e IGOV8), com intuito de capturar os mecanismos de governança capazes de reduzir os conflitos de agência. Além dos índices, foi analisada também a *proxy* NDGC, criada por meio de uma variável *dummy* representando as empresas listadas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da B3, como medida de qualidade da governança, haja vista que é a métrica mais utilizada pelas pesquisas brasileiras.

Os resultados não apresentaram significância estatística na relação entre a qualidade da governança e o endividamento das empresas, demonstrando que a qualidade da governança pode não ser um fator relevante nas decisões sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras. No tocante aos demais fatores analisados, apurou-se significância estatística nas relações entre o risco, o tamanho da empresa e o índice de liquidez corrente com o endividamento de curto prazo. Para o endividamento de longo prazo, a significância estatística foi observada entre as variáveis risco e tamanho da empresa. Por fim, para a alavancagem foi apurada relação significativa com as variáveis rentabilidade dos ativos, risco e índice de liquidez corrente.

Constatou-se que a Teoria *Pecking Order* se revelou a mais adequada em explicar o nível de endividamento geral e de curto prazo, enquanto para o endividamento de longo prazo, a relação entre as variáveis não apontou o predomínio de nenhuma das teorias estudadas. Tais resultados são importantes para os gestores e acionistas das empresas que demandam capital de terceiros para financiar suas atividades, assim como para os credores, que necessitam reduzir seus riscos de crédito.

Nesse sentido, como contribuições do estudo, evidenciou-se que a adoção de boas práticas de governança corporativa não influencia a estrutura de capital das empresas brasileiras. Confirmou-se também a aderência das empresas brasileiras à Teoria *Pecking Order*, que se revelou a mais adequada

em explicar o nível de endividamento geral e de curto prazo, enquanto para o endividamento de longo prazo, a relação entre as variáveis não apontou o predomínio de nenhuma das teorias estudadas. Esses resultados sugerem que as empresas brasileiras com melhores resultados são menos endividadas, indicando que podem estar consumindo fluxo de caixa livre para realização de investimentos e não o utilizando para pagar parcelas de dívidas contratadas.

Tais resultados são importantes para os gestores e acionistas das empresas que demandam capital de terceiros para financiar suas atividades, assim como para os credores, que necessitam reduzir seus riscos de crédito. Além disso, este estudo fortalece os achados precedentes na literatura de que no Brasil, há uma aderência maior às premissas da Teoria *Pecking Order* em detrimento da Teoria do *Trade-off*.

Todavia, certas limitações podem ser apontadas, como a utilização exclusiva de fatores internos às firmas e o tamanho da amostra. Sugere-se, nesse sentido, que estudos futuros incluam variáveis macroeconômicas nas análises, como a taxa básica de juros (SELIC), oscilação da taxa de câmbio do dólar e períodos de oscilação político-econômica, uma vez que estas podem afetar o custo e a disponibilidade de capital no mercado de crédito. Sugere-se também, a realização de pesquisas com um número maior de empresas nas análises e em setores específicos.

REFERÊNCIAS

- Ahmed Sheikh, N., & Wang, Z. (2012), "Effects of corporate governance on capital structure: Empirical evidence from Pakistan". *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 12(5), 629-641. <https://doi.org/10.1108/14720701211275569>
- Al-Najjar, B., & Al-Najjar, D. (2017). The impact of external financing on firm value and a corporate governance index: SME evidence. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 24(2), 411-423. <https://doi.org/10.1108/JSBED-11-2016-0172>
- Aman, H., & Nguyen, P. (2013). Does good governance matter to debtholders? Evidence from the credit ratings of Japanese firms. *Research in International Business and Finance*, 29, 14-34. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2013.02.002>
- Bastos, D. D., & Nakamura, W. T. (2009). Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período 2001-2006. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(50), 75-94. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772009000200006>
- Black, B.S., Carvalho, A.G., & Sampaio, J.O. (2014). The evolution of corporate governance in Brazil. *Emerging Markets Review*, 20, 176-195. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2014.04.004>
- Bradley, M., & Chen, D. (2011). Corporate governance and the cost of debt: Evidence from director limited liability and indemnification provisions. *Journal of Corporate Finance*, 17(1), 83-107. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2010.08.001>
- Bradley, M., & Chen, D. (2015). Does board independence reduce the cost of debt?. *Financial Management*, 44(1), 15-47. <https://doi.org/10.1111/fima.12068>
- Brandão, I. F., & Crisóstomo, V. L. (2015). Concentração de propriedade e qualidade da governança da empresa brasileira. *Brazilian Review of Finance*, 13(3), 438-469. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v13n3.2015.45739>
- Brito, G. A. S., Corrar, L. J., & Batistella, F. D. (2007). Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças- USP*, 18(43), 9-19. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772007000100002>
- Carvalho-da- Silva, A. L., & Leal, R. P. C. (2005). Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. *Brazilian Review of Finance*, 3(1), 1-18.
- Carvalho, A.G., Dal'Bó, F., & Sampaio, J. (2021). Determinants of corporate governance practices in Brazil. *Emerging Markets Review*, 48, 1-16. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2020.100771>

- Carvalho, G. A., Ribeiro, J. E., & Amaral, H. F. (2019). Determinantes da estrutura de capital das empresas que compõem o índice small caps da B3. *Contabilidade Gestão e Governança*, 22(2), 227-242. https://doi.org/10.21714/1984-3925_2019v22n2a5
- Castro Junior, F. H. F. D., & Yoshinaga, C. E. (2012). Coassimetria, cocurtose e as taxas de retorno das ações: Uma análise com dados em painel. *RAM- Revista de Administração Mackenzie*, 13(1), 110-144. <https://doi.org/10.1590/S1678-69712012000100006>
- Correia, L. F., Amaral, H. F., & Louvet, P. (2011). Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 22(55), 45-63. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772011000100004>
- Chen, D. (2012). Classified boards, the cost of debt, and firm performance. *Journal of Banking & Finance*, 36(12), 3346-3365. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.07.015>
- Cheng, S. R., & Shiu, C. Y. (2007). Investor protection and capital structure: International evidence. *Journal of Multinational Financial Management*, 17(1), 30-44. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2006.03.002>
- Crisóstomo, V. L., Pinheiro, B. G., & Nakamura, W. T. (2020). Concentração de propriedade e emissão de ação: Evidência da América Latina. *Brazilian Review of Finance*, 18(4), 33-76. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v18n4.2020.81194>
- DeAngelo, H., & Masulis, R. W. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, 8(1), 3-29. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(80\)90019-7](https://doi.org/10.1016/0304-405X(80)90019-7)
- Devita, S., & Tasman, A. (2021). The influence of corporate governance towards capital structure; Quality of financial reporting as mediating variabel. *Financial Management Studies*, 1(2), 52-58. <https://doi.org/10.24036/jkkm.v1i2.12>
- Durand, D. (1952). Costs of debt and equity funds for business: Trends and problems of measurement. *In: Conference on Research in Business Finance*, 215-262.
- Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307. <https://doi.org/10.1086/260866>
- Fan, J. P., Titman, S., & Twite, G. (2012). An international comparison of capital structure and debt maturity choices. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(1), 23-56. <https://doi.org/10.1017/S0022109011000597>
- Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2017). *Manual de análise de dados: Estatística e modelagem multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®*. Elsevier Brasil.
- Fields, L. P., Fraser, D. R., & Subrahmanyam, A. (2012). Board quality and the cost of debt capital: The case of bank loans. *Journal of Banking & Finance*, 36(5), 1536-1547. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.12.016>
- Fonseca, C. V. C., & Silveira, R. L. F. D. (2016). Governança corporativa e custo de capital de terceiros: Evidências entre empresas brasileiras de capital aberto. *READ. Revista Eletrônica de Administração*, 22(1), 106-133. <https://doi.org/10.1590/1413-2311.016162016.62739>
- Ghouma, H., Ben-Nasr, H., & Yan, R. (2018). Corporate governance and cost of debt financing: Empirical evidence from Canada. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 67, 138-148. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2017.06.004>
- Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1982). Corporate financial structure and managerial incentives. *The Economics of Information and Uncertainty* (pp. 107-140). University of Chicago Press.
- Hill, R. C., Griffiths, W. E., Judge, G. G. (2012). *Econometria*. Trad. Alfredo A. de Farias. São Paulo: Saraiva.
- Javaid, A., Nazir, M. S., & Fatima, K. (2021). Impact of corporate governance on capital structure: Mediating role of cost of capital. *Journal of Economic and Administrative Sciences*. <https://doi.org/10.1108/JEAS-09-2020-0157>
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.

- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jong, A., Kabir, R., & Nguyen, T. T. (2008). Capital structure around the world: The roles of firm- and country-specific determinants. *Journal of Banking & Finance*, 32(9), 1954-1969. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.034>
- Junqueira, L. R., Soares, C. H., Bressan, A. A., & Bertucci, L. A. (2017). Impactos da adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras. *Revista de Administração da UFSM*, 10(3), 420-435. <https://doi.org/10.5902/1983465911276>
- Khoa, B. T., & Thai, D. T. (2021). Capital structure and trade-off theory: Evidence from Vietnam. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(1), 45-52.
- Leite, R. C., Carvalho, G. A., Ribeiro, J. E., & Correia, L. F. (2021). Fatores determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras: Evidências do setor de utilidade pública. *Navus: Revista de Gestão e Tecnologia*, 11(1), 1-14. <https://doi.org/10.22279/navus.2021.v11.p01-14.1403>
- Machado, M. R. R., Machado, L. S., Souza, E. S., & de Oliveira, J. J. (2012). Aderência às normas internacionais de contabilidade pelas empresas brasileiras. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 6(15), 3-22. <https://doi.org/10.11606/rco.v6i15.52654>
- Mande, V., Park, Y. K., & Son, M. (2012). Equity or debt financing: Does good corporate governance matter?. *Corporate Governance: An International Review*, 20(2), 195-211. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2011.00897.x>
- Mendonça, F. F., Martins, H. C., & Terra, P. R. (2019). Estrutura de capital e mecanismos de governança externos à firma: Uma análise multipaís. *Revista de Administração Contemporânea*, 23(6), 765-785. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2019190109>
- Miller, M. H. (1977). Debt and taxes. *The Journal of Finance*, 32(2), 261-275. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1977.tb03267.x>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90048-7](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90048-7)
- Mundi, H.S. (2022). CEO social capital and capital structure complexity. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 35, 100719. <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2022.100719>
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574-592. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Nascimento, J. C. H. B., Angotti, M., Macedo, M. A. S., & Bortolon, P. M. (2018). As relações entre governança corporativa, risco e endividamento e suas influências no desempenho financeiro e no valor de mercado de empresas brasileiras. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 166-185. <https://doi.org/10.14392/asaa.2018110109>
- Newey, W. K., & West, K. D. (1987). A simple, positive semi-definite, heteroskedasticity and autocorrelation consistent covariance matrix. *Econometrica*, 55, 703-708. <https://doi.org/10.2307/1913610>

- Nguyen, T., Bai, M., Hou, Y., & Vu, M. C. (2021). Corporate governance and dynamics capital structure: Evidence from Vietnam. *Global Finance Journal*, 48(100554). <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2020.100554>
- Okofu-Dartey, E., & Kwenda, F. (2021). The free cash flow hypothesis and M & A transactions by acquirers from the markets. *The Journal of Developing Areas*, 55(2). <https://doi.org/10.1353/jda.2021.0031>
- Pereira, H., Tavares, F., Pacheco, L., & Carvalho, C. (2015). Determinantes da estrutura de capital das pequenas e médias empresas do vinho verde. *Revista Universo Contábil*, 11(3), 110-131. <https://doi.org/10.4270/ruc.2015324>
- Perobelli, F. F. C., & Famá, R. (2003). Fatores determinantes da estrutura de capital para empresas latino-americanas. *Revista de Administração Contemporânea*, 7(1), 9-35. <https://doi.org/10.1590/S1415-65552003000100002>
- Prazeres, R. V., Sampaio, Y. S. B., Lagioia, U. C. T., Santos, J. F., & Miranda, L. C. (2015). Fatores determinantes do endividamento: Um estudo empírico no setor de telecomunicações brasileiro. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 18(2), 139-159.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>
- Ribeiro, F., Atamanczuk, J. M., Gerigk, W., & Biscaia, F. L. (2021). Concentração de propriedade, governança corporativa e estrutura de capital no segmento de energia elétrica da B3. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 9(2), 7-25. <https://doi.org/10.22478/ufpb.2318-1001.2021v9n2.53271>
- Ribeiro, J. E.; Souza, A. A. (2022). 20 anos de governança corporativa no Brasil. *Anais do XXII USP International Conference in Accounting*, São Paulo/SP.
- Santoso, H., & Willim, A. P. (2022). The influence of asset structure and capital structure on firm value with asset productivity and operating activities as mediating variables. *International Journal Papier Public Review*, 3(1), 40-53. <https://doi.org/10.47667/ijppr.v3i1.140>
- Scott Jr, J. H. (1976). A theory of optimal capital structure. *The Bell Journal of Economics*, 7, 33-54. <https://doi.org/10.2307/3003189>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Silveira, A. D. M. D. (2004). *Governança corporativa e estrutura de propriedade: Determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. Tese de Doutorado em Administração, Universidade de São Paulo.
- Silveira, A. D. M. D., Perobelli, F. F. C., & Barros, L. A. B. D. C. (2008). Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital: Evidências empíricas no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, 12(3), 763-788. <https://doi.org/10.1590/S1415-65552008000300008>
- Stulz, R. M. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26(1), 3-27. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90011-N](https://doi.org/10.1016/0304-405X(90)90011-N)
- Stulz, R. M. (2000). Financial structure, corporate finance and economic growth. *International Review of Finance*, 1(1), 11-38. <https://doi.org/10.1111/1468-2443.00003>
- Tanaka, T. (2014). Corporate governance and the cost of public debt financing: Evidence from Japan. *Journal of the Japanese and International Economies*, 34, 315-335. <https://doi.org/10.1016/j.jjie.2014.03.002>
- Tani, B. B., & Albanez, T. (2016). Decisões de financiamento das companhias listadas nos diferentes segmentos de governança da BM&FBovespa segundo a teoria de pecking order. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 19(2), 317-334. https://doi.org/10.21714/1984-3925_2016v19n2a8
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(3), 1-19. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>

- Victor, F. G., Carpio, G. B., & Vendruscolo, M. I. (2018). Ciclo de vida das companhias abertas brasileiras como determinante de sua estrutura de capital. *Revista Universo Contábil*, 14(1), 50-71. <https://doi.org/10.4270/RUC.2018103>
- Vieira, K. M., Velasquez, M. D., Losekann, V. L., & Ceretta, P. S. (2011). A influência da governança corporativa no desempenho e na estrutura de capital das empresas listadas na Bovespa. *Revista Universo Contábil*, 7(1), 46-67. <https://doi.org/10.4270/ruc.2011104>
- Williams, J. (1987). Perquisites, risk, and capital structure. *The Journal of Finance*, 42(1), 29-48. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1987.tb02548.x>
- Wintoki, M. B., Linck, J. S., & Netter, J. M. (2012). Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 105(3), 581-606. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.03.005>
- Winton, A. (1995). Costly state verification and multiple investors: The role of seniority. *The Review of Financial Studies*, 8(1), 91-123. <https://doi.org/10.1093/rfs/8.1.91>
- Woodridge, J. (2010). Introdução à Econometria: Uma abordagem moderna. Ed. Cenage Learning. 4ª Edição.
- Zaid, M. A., Wang, M., Abuhijleh, S. T., Issa, A., Saleh, M. W., & Ali, F. (2020). Corporate governance practices and capital structure decisions: The moderating effect of gender diversity. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 20(5), 939-964. <https://doi.org/10.1108/CG-11-2019-0343>