



**UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
FACULDADE DE GESTÃO E NEGÓCIOS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO**

**GOVERNANÇA CORPORATIVA, ESTRUTURA DE CAPITAL, RATING SOBERANO E
DESEMPENHO DA FIRMA: UMA ANÁLISE EM NÍVEIS MULTIPAÍS, NACIONAL E
REGIONAL**

DUTERVAL JESUKA

Orientadora: Profa. Dra. Fernanda Maciel Peixoto

UBERLÂNDIA

2020

DUTERVAL JESUKA

**GOVERNANÇA CORPORATIVA, ESTRUTURA DE CAPITAL, RATING
SOBERANO E DESEMPENHO DA FIRMA: UMA ANÁLISE EM NÍVEIS
MULTIPAÍS, NACIONAL E REGIONAL**

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa
de Pós-Graduação em Administração da
Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade
Federal de Uberlândia, como requisito para
obtenção do título de Mestre em Administração.

Linha de Pesquisa: Gestão Organizacional e
Regionalidade

Orientadora: Profa. Dra. Fernanda Maciel Peixoto

UBERLÂNDIA

2020

Ficha Catalográfica Online do Sistema de Bibliotecas da UFU
com dados informados pelo(a) próprio(a) autor(a).

J58 Jesuka, Duterval, 1989-
2020 Governança Corporativa, Estrutura de Capital, Rating Soberano
e Desempenho da Firma: Uma Análise em Níveis Multipaís,
Nacional e Regional [recurso eletrônico] / Duterval Jesuka. - 2020.

Orientadora: Fernanda Maciel Peixoto.
Dissertação (Mestrado) - Universidade Federal de Uberlândia,
Pós-graduação em Administração.
Modo de acesso: Internet.
Disponível em: <http://doi.org/10.14393/ufu.di.2020.98>
Inclui bibliografia.

1. Administração. I. Peixoto, Fernanda Maciel,1978-, (Orient.).
II. Universidade Federal de Uberlândia. Pós-graduação em
Administração. III. Título.

CDU: 658

Bibliotecários responsáveis pela estrutura de acordo com o AACR2:
Gizele Cristine Nunes do Couto - CRB6/2091
Nelson Marcos Ferreira - CRB6/3074

Reitor da Universidade Federal de Uberlândia
Valder Steffen Júnior

Diretora da Faculdade de Gestão e Negócios
Kárem Cristina de Sousa Ribeiro

Coordenadora do Programa de Pós-Graduação
Cíntia Rodrigues de Oliveira Medeiros



UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
Coordenação do Programa de Pós-Graduação em Administração
Av. João Naves de Ávila, nº 2121, Bloco 5M, Sala 109 - Bairro Santa Mônica, Uberlândia-MG, CEP 38400-902
Telefone: (34) 3239-4525 - www.fagen.ufu.br - ppgaadm@fagen.ufu.br



ATA DE DEFESA - PÓS-GRADUAÇÃO

| | | | | | |
|------------------------------------|---|-----------------|-------|-----------------------|-------|
| Programa de Pós-Graduação em: | Administração | | | | |
| Defesa de: | Dissertação de Mestrado Acadêmico PPGAdm - Número 233 | | | | |
| Data: | 27 de fevereiro de 2020 | Hora de início: | 09:00 | Hora de encerramento: | 11:00 |
| Matrícula do Discente: | 11812ADM021 | | | | |
| Nome do Discente: | Duterval Jesuka | | | | |
| Título do Trabalho: | Governança Corporativa, Estrutura de Capital, Rating Soberano e Desempenho da Firma: uma análise em níveis multipaís, nacional e regional | | | | |
| Área de concentração: | Regionalidade e Gestão | | | | |
| Linha de pesquisa: | Gestão Organizacional e Regionalidade | | | | |
| Projeto de Pesquisa de vinculação: | | | | | |

Reuniu-se no Bloco 1F, sala 223, Campus Santa Mônica, da Universidade Federal de Uberlândia, a Banca Examinadora, designada pelo Colegiado do Programa de Pós-graduação em Administração, assim composta: Professores Doutores: Vinícius Silva Pereira (FAGEN/UFU), Herbert Kimura (UNB), Luiz Ricardo Kabbach de Castro (Universidade da Flórida - Warrington College of Business) e Fernanda Maciel Peixoto orientador(a) do(a) candidato(a). Ressalta-se que o(a) Prof(a) Dr(a). Herbert Kimura e o(a) Prof(a) Dr(a) Luiz Ricardo Kabbach de Castro participaram da defesa por meio de webconferência e os demais membros da banca e o(a) aluno(a) participaram in loco.

Iniciando os trabalhos a presidente da mesa, a Prof(a). Dr(a). Fernanda Maciel Peixoto, apresentou a Comissão Examinadora e o(a) candidato(a), agradeceu a presença do público, e concedeu ao(a) Discente a palavra para a exposição do seu trabalho. A duração da apresentação do(a) Discente e o tempo de arguição e resposta foram conforme as normas do Programa.

A seguir o senhor(a) presidente concedeu a palavra, pela ordem sucessivamente, aos(as) examinadores(as), que passaram a arguir o(a) candidato(a). Ultimada a arguição, que se desenvolveu dentro dos termos regimentais, a Banca, em sessão secreta, atribuiu o resultado final, considerando o(a) candidato(a):

Aprovado(a)

Esta defesa faz parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Mestre.

O competente diploma será expedido após cumprimento dos demais requisitos, conforme as normas do Programa, a legislação pertinente e a regulamentação interna da UFU.

Nada mais havendo a tratar foram encerrados os trabalhos. Foi lavrada a presente ata que após lida e achada conforme foi assinada pela Banca Examinadora.



Documento assinado eletronicamente por **Vinícius Silva Pereira, Professor(a) do Magistério Superior**, em 27/02/2020, às 11:36, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Fernanda Maciel Peixoto, Professor(a) do Magistério Superior**, em 27/02/2020, às 11:37, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Herbert Kimura, Usuário Externo**, em 27/02/2020, às 12:53, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Luiz Ricardo Kabbach de Castro, Usuário Externo**, em 02/03/2020, às 16:39, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site
https://www.sei.ufu.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **1873381** e o código CRC **5714D0C6**.

Agradecimentos

Meus pais sempre me ensinaram que o reconhecimento é o início da sabedoria e do sucesso. Quando eu deixei o Haiti em 2012, eu não tinha ideia do que seria a minha vida. Chegando em um país distante do meu, mesmo sem conhecer ninguém e preocupado, eu tinha certeza de duas coisas: eu iria realizar o meu sonho de estudar fora, e Deus colocaria pessoas maravilhosas para guiar o meu caminho.

Oito anos depois, eis-me aqui realizando mais uma etapa da minha vida, conquistando o grau de mestre em Administração. Este feito é fruto do apoio de muitas pessoas que de uma maneira ou outra contribuíram para isso, e mesmo sendo pouco perante toda a ajuda recebida, eu quero dedicar esta página apresentando meus sinceros agradecimentos.

Antes de tudo, meus primeiros agradecimentos vão ao meu Deus vivo que me escolheu, investiu o seu amor em mim e fez de mim o que eu sou hoje. Dezoito anos atrás eu nem sonharia ser o que eu sou hoje, mas Deus sempre cuidou de mim, me sustentou, abriu os meus caminhos, me ensinou o respeito e o amor ao próximo. Eu sou infinitamente grato a Ele, e a Ele seja toda honra e glória.

Eu agradeço a minha família que apesar da distância, dos momentos difíceis e das minhas persistências, nunca desistiram de mim, sempre me apoiam espiritualmente, emocionalmente, psicologicamente e financeiramente nesse duro caminho. Não posso deixar de registrar aqui meus agradecimentos especiais a essas pessoas queridas: Rosana, Niva, Françoise, Jean-Raynold, Adeline, Roosdet, Roselande, Nerva, Phidjoulina, Kristie, Sara e Chantale e todos aqueles que sempre estiveram presentes para mim em todos os momentos.

Cumprir esta missão com êxito não seria possível sem a contribuição das pessoas maravilhosas que Deus colocou na minha vida. Por isso, eu agradeço os professores, discentes e gestores do programa de Pós-Graduação em Administração e da Faculdade de Gestão e Negócios pela oportunidade que me foi proporcionada, pela confiança investida em mim e por contribuir com a minha formação como profissional e pesquisador.

Meus calorosos agradecimentos a minha orientadora Fernanda Maciel Peixoto pela paciência que teve com meu português e as minhas falhas, e por sempre estar presente e disposta a me ajudar em tudo. Saiba que sempre levarei com muito carinho os seus ensinamentos pelo resto da minha vida, e muito obrigado pelas excelentes produções que realizamos!

Por fim, não posso deixar de agradecer a todos os professores que ajudaram na construção deste trabalho com suas valiosas contribuições, a academia só é melhor porque existem pessoas excelentes como vocês.

“You could almost say that we live again in a two-superpower world. There is the US and there is Moody’s. The US can destroy a country by leveling it with bombs; Moody’s can destroy a country by downgrading its bonds” (Thomas Friedman, *New York Times*, 1996).

Resumo

Os estudos sobre a teoria da firma mostram que os gestores têm que lidar com os problemas de agência e de assimetria de informação para alinhar seus interesses com os dos acionistas, dos credores e *stakeholders*, e, ao mesmo tempo manter valorizada a empresa. Considerando as influências dos ambientes interno e externo, este estudo teve por objetivo analisar a relação entre a governança corporativa, estrutura de capital, o *rating* soberano e o desempenho da firma em níveis multipaís, nacional e regional. Em uma primeira etapa, foi utilizado um modelo de regressão multinível para uma amostra de 823 companhias listadas nas principais bolsas de valores da América Latina no período de 2004 a 2018. Em uma segunda etapa, considerou-se dados de 671 empresas brasileiras listadas na Bolsa Brasil Balcão – B3 e do *rating* soberano do Brasil entre 2010 e 2017 para analisar o comportamento do desempenho em nível nacional e regional, mais especificamente nas mesorregiões do Triângulo Mineiro e do Alto Paranaíba e do Sul de Goiás. Foi empregado um método de regressão linear com dados em painel. Os resultados do primeiro estudo mostram que o *rating* soberano influencia positivamente a estrutura de capital e a performance das empresas latino americanas. O tamanho do conselho de administração assim como a dualidade das funções diretor presidente e membro do conselho podem destruir o valor das firmas, enquanto isso, possuir um comitê de auditoria e independente pode aumentar tanto o endividamento quanto o desempenho das mesmas. As evidências encontradas reforçaram a teoria de agência sinalizando que mesmo com a adoção de boas práticas de governança corporativa, quanto mais endividadas são as companhias, menos valorizadas elas são. No segundo estudo, em nível nacional foi encontrado que o tamanho do conselho de administração, a reputação da auditoria e o *rating* soberano impactam positivamente a alavancagem das empresas brasileiras. O retorno sobre o ativo é influenciado negativamente pela dualidade das funções CEO/Presidente conselho de administração e pelo tamanho do conselho, enquanto o retorno sobre o patrimônio líquido é afetado de forma positiva pela reputação da auditoria, pela concentração de propriedade e controle e pela dualidade do CEO/Presidente conselho. No nível regional, observou-se que as empresas que atuam no TMAP e no Sul de Goiás são mais alavancadas em razão da reputação da auditoria e quando há um *outsider* no conselho de administração, em contrapartida, a alavancagem diminui quando o conselho de administração é grande e quando há concentração de propriedade e controle. Em relação ao desempenho, percebeu-se que para essas companhias, o ROA é influenciado de forma positiva pela reputação da auditoria e pela presença de *outsiders* no conselho, enquanto a dualidade das funções CEO e presidente do conselho destrói o ROA. O retorno sobre o patrimônio líquido por sua vez aumenta quando há presença de conselheiros profissionais no conselho de administração, e diminui quando há concentração de propriedade e controle.

Palavras-chave: Governança Corporativa; Estrutura de Capital; *Rating* Soberano; Desempenho; América Latina; Regionalidade.

Abstract

Firm theory studies show that managers have to deal with agency and information asymmetry problems to align their interests with those of shareholders, creditors and stakeholders, while keeping the company valued. Considering the influences of internal and external environments, this study aimed to analyze the relationship between corporate governance, capital structure, sovereign rating and firm performance at multi-country, national and regional levels. In a first step, a multilevel regression model was performed using a sample of 823 Latin American listed companies from 2004 to 2018. In a second step, data from 671 Brazilian listed companies and Brazil's sovereign rating between 2010 and 2017 were considered to analyze the performance behavior at the national and regional levels, more specifically in the Triangulo Mineiro and Alto Paranaíba and southern of Goiás regions. A panel data regression was employed. The results from the first study show that sovereign rating positively impact the capital structure and the performance of Latin American companies. The board size as well as the dual roles of the CEO / Chairman of the board can destroy firm's value, while having an independent audit committee can increase both their indebtedness and performance. The evidence found reinforced the agency theory signaling that even with the adoption of good corporate governance practices, the more indebted companies are, the less valued they are. In the second study, at the national level we found that the board size, the audit reputation and sovereign rating positively affects the leverage of Brazilian companies. Return on assets was negatively influenced by the dual roles of the CEO / Chairman of the board and the size of the board, the return on equity is positively affected by the reputation of the audit, the concentration of ownership and control and the duality of CEO / Chairman. At the regional level, it was observed that companies that operate in TMAP and South Goiás regions are more leveraged due to the reputation of the audit and when there is an outsider in the board of directors, in contrast, leverage decreases when the board of directors is large and when there is concentration of ownership and control. Regarding to the performance, it was noted that for these companies ROA is positively influenced by the reputation of the audit and the presence of outsiders on the board, while the dual roles of CEO and Chairman can destroy it. Return on equity increases when there are professional directors on the board of directors, and decreases when there is a concentration of ownership and control.

Keywords: Corporate Governance; Capital Structure; Sovereign Rating; Performance; Latin America; Regionality

Lista de Tabelas

- Tabela 1 - Transformação numérica da Escala do rating das agências
- Tabela 2 - Resumo das variáveis do estudo
- Tabela 3 - Estatísticas descritivas por país e da amostra geral
- Tabela 4 - Estatística descritiva por país - Capítulo 1
- Tabela 5 - Estatística descritiva por país - Capítulo 1
- Tabela 6 - Resultado dos testes Oneway ANOVA para diferença de médias entre os países
- Tabela 7 - Análise de correlação para a amostra geral - Capítulo 1
- Tabela 8 - Estrutura de capital e desempenho das empresas latino americanas – Modelo nulo
- Tabela 9 - Estrutura de capital, rating soberano e governança corporativa
- Tabela 10 - Estrutura de capital, governança corporativa, rating soberano e desempenho (ROA e ROE)
- Tabela 11- Estrutura de capital, governança corporativa, rating soberano e desempenho (Q de Tobin)
- Tabela 12 - Estrutura de capital, governança corporativa, rating soberano e desempenho – Teste de Robustez
- Tabela 13 - Síntese dos resultados da pesquisa (regressão inicial)
- Tabela 14 - Síntese dos resultados da pesquisa (Teste de Robustez)
- Tabela 15 - Resultados das Hipóteses do estudo
- Tabela 16 - Resumo das variáveis do estudo.
- Tabela 17 - Estatística descritiva nível nacional
- Tabela 18 - Correlação entre as variáveis – Capítulo 2
- Tabela 19 - Análise da relação entre GC e Rating Soberano com a alavancagem das firmas – Nível nacional
- Tabela 20 - Análise da relação entre GC e Rating com o Desempenho das firmas (ROA, ROE e Q_Tobin)
- Tabela 21 - Estatística descritiva das empresas ativas e não ativas nas mesorregiões do TMAP e do Sul de Goiás
- Tabela 22 - Regressão da dimensão regional da Governança corporativa, alavancagem, rating soberano e desempenho
- Tabela 23 - Governança Corporativa, Estrutura de Capital, Rating e Desempenho – Teste de Robustez
- Tabela 24 - Governança Corporativa, Estrutura de Capital, Rating e Desempenho – Regionalidade
- Tabela 25 - Síntese dos resultados da pesquisa (nível nacional)
- Tabela 26 - Síntese dos resultados da pesquisa (Regionalidade)
- Tabela 27 - Síntese dos resultados da pesquisa (Teste de Robustez – Nível Nacional)
- Tabela 28 - Síntese dos resultados da pesquisa (Teste de Robustez – Regionalidade)
- Tabela 29 - Resumo das hipóteses -modelo inicial (Nível Nacional)
- Tabela 30 - Resumo das hipóteses -modelo inicial (Regionalidade)

Sumário

| | |
|---|----|
| Capítulo 1: Introdução Geral | 11 |
| 1.2 Objetivo geral e objetivos específicos do estudo..... | 14 |
| 1.2 Justificativa do estudo | 14 |
| 1.3 Estrutura do trabalho | 17 |
| Capítulo 2. Estrutura de Capital, Governança Corporativa, Rating Soberano e Desempenho na América Latina: Uma Abordagem Multinível..... | 18 |
| 2.1 Introdução | 18 |
| 2.2 Fundamentação teórica..... | 21 |
| 2.2.1 Governança corporativa e estrutura de capital | 21 |
| 2.2.2 Governança corporativa e desempenho..... | 24 |
| 2.2.3 Estrutura de Capital, governança corporativa e desempenho | 26 |
| 2.2.4 Rating soberano, estrutura de capital e desempenho..... | 27 |
| 2.3 Metodologia..... | 29 |
| 2.3.1 Amostra e fontes de dados | 29 |
| 2.3.2 Variáveis do estudo | 30 |
| 2.3.3 Modelo econômico..... | 33 |
| 2.4 Análise dos resultados | 36 |
| 2.4.1 Análise descritiva..... | 36 |
| 2.4.2 Análise dos modelos..... | 38 |
| 2.5 Teste de Robustez..... | 50 |
| 2.6 Síntese dos principais resultados da análise de regressão | 54 |
| 2.7 Considerações Finais | 56 |
| Capítulo 3: Governança Corporativa, Estrutura de Capital, Rating Soberano e Desempenho da Firma: Uma Análise em Níveis Nacional e Regional..... | 60 |
| 3.1 Introdução | 60 |
| 3.2 Fundamentação Teórica..... | 63 |
| 3.2.1 Governança Corporativa | 63 |
| 3.2.2 Governança Corporativa e Estrutura de Capital | 64 |
| 3.2.3 Governança corporativa e desempenho | 65 |
| 3.2.4 Governança corporativa, estrutura de capital e desempenho | 66 |
| 3.2.5 Governança corporativa e o rating | 67 |
| 3.2.6 Evidências para as empresas que atuam nas mesorregiões do Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba e no Sul de Goiás | 69 |
| 3.3 Metodologia..... | 73 |

| | |
|--|------------|
| 3.3.1 Amostra e fonte de dados..... | 73 |
| 3.3.2 Variáveis do estudo | 73 |
| 3.3.3 Modelo Econométrico..... | 76 |
| 3.3.4 Estatística Descritiva..... | 77 |
| 3.4 Análise dos Resultados..... | 79 |
| 3.4.1 Governança Corporativa, Rating Soberano e Alavancagem | 79 |
| 3.4.2 Governança Corporativa, Rating Soberano, Alavancagem e Desempenho | 81 |
| 3.4.3 Governança corporativa, alavancagem, rating soberano e desempenho das empresas TMAP e do Sul de Goiás | 84 |
| 3.5 Testes de Robustez | 91 |
| 3.6 Síntese dos Principais Resultados da Análise de Regressão | 96 |
| 3.7 Considerações Finais | 101 |
| Capítulo 4: Conclusão Geral | 105 |
| Referências | 109 |
| Apêndice 1 | 119 |
| Apêndice 2 | 120 |
| Apêndice 3 | 121 |
| Apêndice 4 | 122 |

Capítulo 1: Introdução Geral

Os debates sobre a teoria da firma foram iniciados a partir de Coase (1937), alegando que o objetivo dos gestores era buscar a combinação de insumos e produtos que favorecesse a maximização de lucros. As discussões possibilitaram o surgimento de diversas correntes teóricas que abordaram fatores internos e externos que influenciam as ações gerenciais. Considerando a instabilidade no mercado em razão das variações nos custos de transações, Durand (1952; 1959) levantou a questão da estrutura de capital, afirmando que haveria um nível ótimo de dívida que poderia elevar o valor das firmas. Essa afirmação foi criticada por Modigliani e Miller (1958), que destacaram que na presença de um mercado perfeito, a decisão de endividamento das empresas seria irrelevante.

As premissas apresentadas acerca da teoria da firma alimentaram os estudos seminais sobre a estrutura de capital, tornando-se um ponto fundamental para diversas teorias e abordagens empíricas na literatura financeira. Nessa mesma linha tem-se destacado a contribuição dos trabalhos de Alchian (1965), Alchian e Demsetz (1972) e Myers (1977). Se por um longo tempo as discussões eram focadas nos custos de transações inerentes as empresas, Jensen e Meckling (1976) deram uma outra orientação aos debates ao evidenciar a teoria da estrutura de propriedade que aborda os custos de agência gerados pelos contratos firmados entre os proprietários e os diretores das companhias. O trabalho de Jensen e Meckling (1976) levantou uma questão que ainda não tinha sido contemplada pela literatura existente, e serviu de base para diversas pesquisas subsequentes que investigaram fatores internos e externos que podem influenciar o valor das empresas.

O cenário acima relatado expõe diversas vertentes da literatura financeira que tem sido objeto de estudos sobre os fatores internos e externos que afetam as ações gerenciais. Neste contexto, a teoria da estrutura de capital e a teoria da agência evidenciadas por Jensen e Meckling (1976) e Harris e Raviv (1991) são dois pilares que sustentaram os trabalhos empíricos que investigaram mecanismos que poderiam auxiliar na redução dos problemas de agência e elevar o valor da firma. A partir desta premissa, tem-se observado estudos concentrados na investigação dos determinantes da estrutura de capital e seus efeitos no desempenho e valor (Bastos & Nakamura, 2009; Berkman et al. 2016; M'ng, Rahman & Sannacy, 2017; Zeitun, Temimi & Mimouni, 2017).

A governança corporativa (GC) surgiu num contexto em que a globalização dos mercados e a falta de regulação do sistema financeiro internacional geraram a necessidade de criar instrumentos que auxiliassem os investidores individuais e institucionais na aplicação dos

seus recursos (Shleifer & Vishny, 1997). Para a *Organization for Economic Cooperation and Development* (OECD, 2016) os mecanismos de GC assumem um papel importante na redução dos conflitos de agência e da assimetria da informação, abordando a relação entre os gestores, proprietários, acionistas e os *stakeholders*, com o objetivo de manter o valor da firma. Sendo assim, uma grande parte da literatura estudou a relação entre os diversos mecanismos de GC, a estrutura de capital, o desempenho e a valorização das companhias (Akbar et al., 2016; Arabat, Black & Yurtoglu, 2016; Buallay, Hamdan & Zureigat, 2017; Ghouma, Bem-Nasr & Yan, 2018; Kieschnick & Moussawi, 2018).

Nessa perspectiva de globalização, como as leis que regulam os mercados de capitais diferem entre as nações, tem-se observado que nas pesquisas que versam sobre o tema são criados diversos índices que refletem a qualidade das práticas de governança corporativa das empresas a nível país (Aguilar, 2016; Del Vesco & Beuren, 2016; Fassler, 2018; Klapper & Love, 2004; Leal, Carvalhal & Iervolino, 2015; Ripamonti & Kayo, 2016). Mesmo considerando as particularidades jurídicas, encontram-se trabalhos realizados em nível multipaís mostrando que a adoção de boas práticas de GC é um fator importante para melhorar o desempenho das firmas (Abdallah & Ismail, 2017; Agarwal & Kyaw, 2009; Ammann, Oesch & Schmid, 2011; Essen, Oserhout & Carney, 2012; La Porta et al., 2000).

Os estudos de Essen, Oserhout e Carney (2012) e de Abdallah e Ismail (2017) mostram que a adoção de boas práticas de governança corporativa e uma determinada estrutura de capital podem afetar o desempenho da empresa, entretanto, essa relação pode ser influenciada por fatores externos que não estão sob o controle dos gestores, uma vez que está sujeita às condições do ambiente em que ela atua. Neste aspecto, Cantor e Parker (1996) e White (2010) mostram que o *rating* emitido pelas agências de classificação de risco pode influenciar significativamente o endividamento e o valor das companhias, pois o mesmo serve como base para a tomada de decisão de investimento dos investidores. Segundo Cursio e Baek (2015) e Freitas e Minardi (2013) o *rating* é um mecanismo importante para a redução dos problemas da assimetria de informação, fornecendo aos credores e investidores dados que expõem a qualidade de gestão das firmas e a estabilidade política e econômica dos países em que elas são hospedadas.

A partir do cenário traçado, encontrou-se a necessidade de ampliar as discussões, analisando os fatores internos e externos que podem influenciar o valor e o desempenho das firmas. Atualmente, mesmo com as deficiências de regulação do sistema financeiro internacional, a integração dos mercados de capitais permite que investidores apliquem seus recursos para além das fronteiras sem ter conhecimento das condições reais dos tomadores. Este estudo buscou trazer evidências empíricas sobre como os mecanismos de governança

corporativa e a estrutura de capital podem afetar a performance da empresa diante das variações do *rating* soberano dos países. Com uma visão holística, este assunto foi abordado em suas dimensões internacional, nacional e regional respondendo a seguinte pergunta de pesquisa: qual a relação entre a governança corporativa, a estrutura de capital e o desempenho das empresas da América Latina, do Brasil e do Triângulo Mineiro, do Alto Paranaíba e do Sul de Goiás, diante da variação do *rating* soberano?

La Porta et al. (2000), Klapper e Love (2004) e Mendonça e Terra (2017) ressaltam que os países localizados na América Latina possuem regime de Lei Civil que proporciona baixa proteção legal aos acionistas minoritários. Os governos da região não mediram esforços para incentivar a adoção de boas práticas de governança corporativa. O relatório divulgado pela Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (CEPAL) elencou a maior parte das pesquisas realizadas sobre os avanços da governança corporativa na Argentina, no Brasil, no Chile, na Colômbia, no México e no Peru. Entretanto, considerando o crescimento das bolsas de valores nesses países, para auxiliar investidores nas suas decisões de investimento, há necessidade de realizar mais estudos que promovam a qualidade da governança empregada pelas firmas para melhorar o desempenho, principalmente em períodos de alta percepção de risco soberano.

Del Vesco e Beuren (2016) destacam que o Brasil possui o maior mercado de capitais da região em volume financeiro negociado, sendo uma consequência do aprimoramento das normas que estabelecem mecanismos de governança corporativa suscetíveis de proporcionar ao investidor estrangeiro um ambiente seguro para aplicar seus fundos. Pesquisas realizadas nos últimos anos mostram que as empresas brasileiras vêm aumentando seus níveis de governança para atrair investidores e melhorar sua performance (Caixe & Krauter, 2013; Ripamonti & Kayo, 2016). No entanto, apesar de haver muitos trabalhos que versam sobre a GC, estrutura de capital e o desempenho das firmas no país, ainda há aspectos que são pouco explorados na literatura, quanto ao conflito de agência gerado pelo alto nível de endividamento, quando os instrumentos de governança são criados para proteger os interesses dos acionistas. Deve-se destacar também o caráter multidimensional da GC que gera mais necessidade de estudo de novos mecanismos relacionados ao conselho de administração e a auditoria, por exemplo.

A ideia de investigar a governança corporativa e sua relação com a alavancagem e o desempenho em nível regional vem a partir do trabalho de Lu, Xu e Liu (2009) que exploraram este aspecto considerando as firmas localizadas nas regiões costeiras e no Oeste da China. Os autores encontraram diferenças significativas nos impactos do conselho de administração e da estrutura de propriedade nas exportações entre as empresas que atuam nas duas regiões. Mesmo

possuindo um regime político diferente, o Brasil apresenta algumas características semelhantes quando se considera a desigualdade no nível do desenvolvimento entre as regiões, além das diferenças culturais e econômicas (Diniz & Boschi, 2002; Monteiro, Castro & Brandão, 2017). Pretende-se explorar se essa discrepância é refletida na qualidade de governança e no desempenho das companhias ativas na região delimitada pelo programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Uberlândia que contempla o Triângulo Mineiro e o Alto Paranaíba e o Sul de Goiás, e das outras firmas que não são ativas nessas mesorregiões.

1.2 Objetivo geral e objetivos específicos do estudo

Para responder à pergunta da pesquisa, o estudo tem o objetivo geral de analisar a relação entre a governança corporativa, a estrutura de capital e o desempenho das empresas localizadas na América Latina, no Brasil e nas mesorregiões do Triângulo Mineiro, Alto Paranaíba e Sul de Goiás, considerando a variação do *rating* soberano no período 2004 a 2018. Para atingir este objetivo, considerou-se os seguintes objetivos específicos:

- Analisar a relação entre a governança corporativa, a estrutura de capital, o *rating* soberano e o desempenho das empresas localizadas na América Latina;
- Investigar a relação entre a governança corporativa, a estrutura de capital, o *rating* soberano e o desempenho das empresas brasileiras;
- Estudar a relação entre a governança corporativa, a estrutura de capital, o *rating* soberano do Brasil e o desempenho das empresas do Triângulo Mineiro e do Alto Paranaíba e do Sul de Goiás.

1.2 Justificativa do estudo

Quase duas décadas depois de serem considerados por La Porta et al. (2000) e Klapper e Love (2004) como ambientes que oferecem baixa proteção legal aos acionistas, os países da América Latina têm implementado esforços consideráveis para melhorar as práticas de governança corporativa. A partir do documento elaborado pela Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (CEPAL) em parceria com o CAF - Banco de Desenvolvimento da América Latina e o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), pode-se perceber uma visão geral desses avanços no Brasil, no Chile, na Colômbia, no México e no Peru. Muitas pesquisas são realizadas para investigar se os mecanismos de governança corporativos adotadas pelas firmas da região ajudam a melhorar o desempenho. Tais estudos são realizados no nível país, dadas as diferenças institucionais, culturais e legais entre os países (Aguilar, 2016; Álvarez

et al., 2010; Cortes & Arenas, 2014; Del Vesco & Beuren, 2016; Fassler, 2018; Freire, García & Delgado, 2017; Leal, Carvalhal & Iervolino, 2015).

A concentração dos trabalhos em nível país traz evidências empíricas de que há avanços na adoção de boas práticas de governança corporativa, e abre uma oportunidade de pesquisa para tratar da relação entre GC, estrutura de capital e desempenho de empresas latino-americanas. Ainda mais dado o panorama de que bolsas de valores destes países vêm crescendo cada vez mais (Banco Mundial, 2018). Em um contexto de instabilidade política e econômica, ainda permanecem dúvidas quanto aos mecanismos de GC e a estrutura de capital que podem valorizar as empresas.

Por representar o grau dos riscos de inadimplência e das condições externas das firmas, o *rating* soberano emitido pelas agências de classificação de risco assume um papel fundamental nas decisões dos investidores individuais e institucionais. Dados publicados pela *Trading Economics* mostram que os países da América Latina sofreram fortes variações na escala das agências, o que por sua vez encareceu o custo de captação das empresas devido ao alto prêmio exigido em compensação pelo risco. Diante de um cenário de incerteza e de alta percepção de risco, os gestores precisam saber o que pode ser feito para assegurar melhor retorno aos investidores. Este estudo trará sua contribuição neste sentido no que tange aos países latino americanos.

O Brasil, que apresenta o mercado de capitais com maior volume financeiro negociado da região, mostrou grandes avanços em termos de adoção de boas práticas de governança corporativa, conforme evidenciado nos estudos de Caixe e Krauter (2013), Del Vesco e Beuren (2016) e Ripamonti e Kayo (2016). Mesmo que diversos trabalhos tenham estudado a GC, estrutura de capital e o desempenho no país, ainda há aspectos que carecem de esclarecimentos na literatura financeira, tais como: de que forma a alavancagem se comporta na relação entre a GC e a performance, além de novos mecanismos de GC relacionados ao conselho de administração e da auditoria¹ que se mostram pouco explorados no país.

No que diz respeito ao *rating* soberano, o Gráfico 1 mostra que, após um longo período classificado no grau especulativo, entre 2008 e 2015 no auge dos governos petistas, pela primeira vez o Brasil viveu um momento de estabilidade político-econômico que o concedeu o grau de investimento pela *Fitch Rating*, uma espécie de selo de bom pagador, que abriu o acesso a capital estrangeiro as companhias brasileiras, devido à baixa percepção de risco aos

¹ Os mecanismos de governança corporativa que se pretende investigar neste estudo são: presença de conselheiros Profissionais nos conselhos, presença de outsiders nos conselhos, comitê de auditoria, reputação da auditoria, expertise da auditoria, independência da auditoria, comitê de governança corporativa, dentre outros.

investidores. Este cenário na variação do *rating* soberano reflete momentos de estresse e de instabilidade na economia, ao mesmo tempo aponta uma lacuna sobre como as firmas podem melhorar o desempenho e assegurar o retorno aos acionistas por meio das boas práticas de governança corporativa e da dívida em situações como essas. A escassez de evidências neste sentido justifica a realização deste estudo objetivando trazer respostas que podem auxiliar os gestores nas suas ações gerenciais em períodos de rebaixamento do *rating* do Brasil.

Gráfico 1 – Histórico do Rating do Brasil – Fitch Rating



Fonte: www.bominvestimento.com

Mesmo atuando sob as mesmas condições, dada sua dimensão continental, explorar o potencial econômico do Brasil ainda é um grande desafio para quaisquer empresas. Para resolver problemas como a desigualdade econômica no espaço geográfico, os governos em níveis federal e estadual recorrem a políticas públicas para promover o desenvolvimento regional. Para incentivar a industrialização das regiões pobres, são oferecidos às companhias nacionais e multinacionais incentivos fiscais e outros benefícios para explorar os potenciais econômicos dessas áreas (Monteiro, Castro & Brandão, 2017, Macedo & Porto, 2018). Neste contexto, o governo de Minas Gerais dividiu o espaço geográfico em 12 mesorregiões entre as quais se destacam o Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba (TMAP), que pela sua posição estratégica e crescimento demográfico desfruta um potencial de produção e transformação agropecuária que favoreceu a sua hegemonia no estado e no Brasil (Cardoso & Ribeiro, 2015; Diniz & Boschi, 2002; Guimarães, 2010).

O protagonismo assumido pelo TMAP no estado possibilitou a chegada de várias empresas nacionais e multinacionais em busca de vantagens competitivas tais como incentivos fiscais, subsídios, mão de obra qualificada entre outros. Sua proximidade com o estado de São Paulo e os municípios localizados na região do Sul de Goiás, proporciona uma posição

estratégica na logística e na exportação estadual, sendo responsável por quase 20% do crescimento do produto interno bruto de Minas Gerais entre 2004 e 2014 (Oliveira, 2017). A grande dúvida que surgiu neste contexto, seria como essa mesorregião conseguiu manter um crescimento contínuo no período em que o Brasil viveu um momento de crise e de alta percepção de risco? Quais os mecanismos de governança corporativa que sustentaram o desempenho das companhias que atuam na região TMAP e no Sul de Goiás? Como a alavancagem se comportou nessa relação? Será que o *rating* soberano é uma variável importante para as firmas que desenvolvem atividades nessa área? São questões que ainda não foram respondidas pela literatura que justificam essa abordagem.

De modo geral, os aspectos acima mencionados mostram que a escassez de trabalhos que versam sobre a relação entre GC e a estrutura de capital e o desempenho da firma nessas três dimensões – internacional, nacional e regional - justificam de forma prática e teoricamente a realização deste trabalho, pois há necessidade de trazer evidências empíricas que podem ajudar a minimizar os problemas de agência e da assimetria da informação para as empresas latino americanas, do Brasil e da mesorregiões do Triângulo Mineiro, do Alto Paranaíba e do Sul de Goiás.

1.3 Estrutura do trabalho

O estudo possui a seguinte estrutura:

- 1) Este capítulo 1 introduz o trabalho, apresentando o contexto, o problema de pesquisa, os objetivos, assim como as justificativas. Esta seção é importante, pois apresenta de forma integrada os diversos aspectos contemplados nesta investigação.
- 2) Utilizando o modelo de regressão multinível, o capítulo 2 traz evidências empíricas no nível internacional sobre a relação entre a governança corporativa, a estrutura de capital, o valor e o desempenho das empresas não financeiras listadas nas diferentes bolsas de valores localizados na Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e o Peru, considerando a variação do *rating* soberano desses países latino americanos.
- 3) Com foco no Brasil e nas mesorregiões do Triângulo Mineiro, do Alto Paranaíba e do Sul de Goiás, o capítulo 3 trata da relação entre a governança corporativa, a estrutura de capital e o desempenho das empresas brasileiras não financeiras listadas na Bolsa Brasil Balcão (B3), abordando os níveis nacional e regional, considerando as implicações do *rating* soberano.
- 4) No capítulo 4 apresenta-se a conclusão dos estudos.

Capítulo 2. Estrutura de Capital, Governança Corporativa, Rating Soberano e Desempenho na América Latina: Uma Abordagem Multinível

2.1 Introdução

As discussões em torno da estrutura de capital foram lançadas há mais de meio século quando Modigliani e Miller (1958) evidenciaram a independência entre o valor das empresas e o endividamento, considerando a existência de um mercado perfeito, em que elas estão sujeitas as mesmas condições econômico-financeiras. Durand (1959) demonstrou que não há sustentação teórica e empírica para tal afirmação, alegando que os autores negligenciaram as características intrínsecas das firmas, além de fatores como por exemplo, os substitutos para arbitragem que são contidos e arriscados, e o risco sistemático das ações que raramente são vendidas pelo valor contábil. Tais aspectos segundo Durand, dificultariam a comprovação da teoria da irrelevância da estrutura de capital, e que os mercados não são perfeitos.

No mesmo ano, Modigliani e Miller (1959) responderam as pressuposições de Durand (1959) reforçando que os investidores se comportam de forma racional e que os mercados de capitais são de fato, perfeitos. Porém, ao reconhecer que os benefícios fiscais podem influenciar tanto o endividamento das firmas quanto o seu valor, Modigliani e Miller (1963) relançaram as discussões sobre a irrelevância da estrutura de capital, buscando investigar as imperfeições do mercado que influenciam as decisões gerenciais.

Os debates sobre a estrutura de capital na literatura financeira, deram origem à diversas teorias – *Pecking Order, Trade-off, Market timing* - que guiaram os estudos empíricos sobre os determinantes da uma estrutura ótima que combina o capital próprio e de terceiros para aumentar o valor da firma, e ao mesmo tempo agregar valor à riqueza dos acionistas (Harris & Raviv, 1991; Myers, 1977; Myers & Majluf, 1984). Jensen e Meckling (1976) ampliaram as discussões ao evidenciar a estrutura de propriedade e os custos de agência incorridos pelas empresas devido a presença de recursos externos na estrutura de capital. O problema de agência levantado pelos autores, considera o fato de que os gestores e proprietários possuem informações privilegiadas sobre as reais situações financeiras das companhias, o que gera conflitos de interesses entre acionistas, credores e os *Stakeholders*.

Sob o panorama da Teoria da Agência proposta por Jensen e Meckling (1976), o foco tem sido voltado para a criação de mecanismos de governança corporativa, que segundo a *Organization for Economic Cooperation and Development* (OECD, 2016) são regras e práticas

que regem a relação entre os gerentes e acionistas das companhias, assim como as partes interessadas, como empregadores e credores.

Como foi apontado por Durand (1959), além de possuir características intrínsecas, as firmas ainda estão sujeitas as condições do mercado em que elas atuam, o que em consequência levaram os estudos sobre estrutura de capital, governança corporativa e valor das companhias a serem desenvolvidos em grande parte a nível país (Agarwal & Kyaw, 2009; Akbar et al., 2016; Arabat, Black & Yurtoglu, 2016; Buallay, Hamdan & Zureigat, 2017; Ghouma, Bem-Nasr & Yan, 2018; Kieschnick & Moussawi, 2018). Vale destacar que a não uniformização das provisões legais que regulamentam as práticas de GC entre os países, faz com que os pesquisadores usem instrumentos variados para criar índices que representam a qualidade de governança nas companhias. Ademais, observa-se que os mecanismos de GC considerados, envolvem diversos aspectos, tais como: proteção dos acionistas minoritários; transparência e divulgação das informações; estrutura do conselho de administração; estrutura de propriedade e controle, assim como a compensação aos gestores (Correia, Amaral & Louvet, 2011; OECD, 2016; Shleifer & Vishny, 1997).

Com o avanço da globalização e a formação de blocos econômicos entre os países, observa-se que a modernização e a integração dos mercados de capitais impulsionaram o fluxo de capitais no sistema financeiro internacional, uma vez que os investidores aplicam seus recursos para além das fronteiras sem ter conhecimento pleno das práticas gerenciais dos beneficiários (Shleifer & Vishny, 1997). Entretanto, a preocupação com o problema de agência e os conflitos de interesse entre os agentes, tem orientado os estudos sobre as práticas de governança corporativa, assim como seus impactos no desempenho das empresas a nível multipaís (Klapper & Love, 2004; Agarwal & Kyaw, 2009; Essen, Oosterhout & Carney, 2012; Wang & Esqueda, 2014; Turrent & García, 2015; Iqbal, Nawaz & Ehsan, 2018).

Considerados por La Porta et al. (2000) como ambientes de baixa proteção legal aos acionistas, nos últimos anos, os países da América Latina não medem esforços para estabelecer princípios que favoreçam a adoção de boas práticas de governança corporativa. Com isso, crescentes são os estudos que procuram investigar os impactos da qualidade da GC na estrutura de capital e no valor das companhias em países como Argentina (Bebczuk, 2005;), Brasil (Caixe e Krauter, 2013; Del Vesco & Beuren, 2016; Leal, Carvalhal & Iervolino, 2015; De Paiva, Oliveira & Peixoto, 2015; Ripamonti & Kayo, 2016), Chile (Álvarez et al., 2010; Lefort & González, 2008), Colômbia (Cortes & Arenas, 2011 e 2014; Gonzalez, Guzmán, Prada e Trujillo, 2014; Váquiro, Franco & Peña, 2016), Equador (Freire, García & Delgado, 2017),

México (Fassler, 2018; Reyna, Vásquez & Valdés, 2012); Peru (Aguilar, 2016) e Venezuela (Garay & González, 2008).

Um diagnóstico geral da situação da região foi desenvolvido pelo documento preparado em conjunto pela Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (CEPAL), o CAF - Banco de Desenvolvimento da América Latina e o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), apresentando um panorama dos avanços no âmbito de governança corporativa no Brasil, no Chile, na Colômbia, no México e no Peru. Mesmo sendo objeto de investigação, observa que ainda são escassos os trabalhos empíricos que apresentam uma visão integrada da relação entre as práticas de governança corporativa, a estrutura de capital e o desempenho das empresas latino americanas (Jara, Iturriaga, San-Martín & Saona, 2018; Turrent & García, 2015; Wang & Esqueda, 2014).

Ainda sob a perspectiva da teoria da agência, o *rating* corporativo emitido pelas principais agências de classificação de risco – Standards & Poor, Fitch-Rating, Moody's Investor -, é também usado como instrumento para investigar as estratégias da estrutura de capital e a qualidade de governança corporativa dos emissores (Cursio & Baek, 2015; Freitas & Minardi, 2013; Kisgen, 2019; Krichene & Khoufi, 2016; Rogers, Mendes-da-Silva & Rogers 2016; Sajjad & Zakaria, 2018; Standard & Poor, 2013). Segundo Cantor e Parker (1996) e White (2010), os relatórios dessas instituições apresentam a qualidade de crédito do tomador, assim como suas capacidades de honrar seus compromissos a tempo. Por outro lado, o *rating* soberano que, por sua vez, mede a estabilidade política, econômica e social dos países, é considerado em estudos relacionados a estrutura de capital e o desempenho das firmas (Chen, Chen, Chang & Yang, 2013 & 2016; Kaminsky & Schmukler, 2002).

Este cenário aponta uma lacuna que precisa ser preenchida pela literatura, quanto as formas pelas quais o desempenho e a alavancagem das companhias latino americanas são influenciados pela adoção de boas práticas de governança corporativa, considerando a qualidade do *rating* soberano de seus respectivos países. Neste contexto, tem-se por objetivo: analisar a relação entre a governança corporativa, a estrutura de capital e o desempenho das empresas listadas na América Latina, considerando os efeitos do *rating* soberano no período de 2004 a 2018.

Este trabalho mostrou-se relevante considerando a escassez de evidências empíricas sobre a relação entre a governança corporativa, a estrutura de capital e o desempenho nas empresas listadas da América Latina. Buscou-se analisar os impactos do *rating* soberano emitido pelas agências, pois segundo White (2010), os investidores individuais e institucionais

usam os relatórios de classificação de risco como fatores determinantes nas suas decisões de investimento.

O período entre 2004 e 2018 foi escolhido considerando que além da crise de 2008, observou-se que os países latino americanos passaram por vários momentos de estabilidade e de instabilidade econômico-política neste horizonte temporal. Por exemplo, o relatório econômico do Fundo Monetário Internacional - FMI (2017) mostra que após a crise mundial de 2008, países como Argentina, Brasil, Chile e Colômbia tiveram um momento de crescimento econômico caracterizado pelo aumento do produto interno bruto (PIB), inflação baixa e taxas de juros controlados. Porém, a partir de 2014, esses países começaram a enfrentar graves problemas político-econômicos e financeiros caracterizado pelo baixo crescimento do PIB, inflação e taxas de juros altos - por exemplo no Brasil e na Argentina.

Como consequência, esses momentos de instabilidade político-econômica levaram as agências de classificação de risco a efetuarem várias modificações no *rating* soberano desses países. Bustillo, Perrotti e Velloso (2018) mostraram que em média, os países da América Latina sofreram 36 decisões de *Upgrade* e *Downgrade*, e que isso tem afetado significativamente o custo de financiamento externo das empresas. Neste contexto, contribuiu-se com a literatura financeira internacional nesses aspectos, usando um modelo de regressão multinível, e ainda incluindo variáveis de governança corporativa pouco exploradas na literatura.

2.2 Fundamentação teórica

2.2.1 Governança corporativa e estrutura de capital

A partir das proposições de Modigliani e Miller (1958), a estrutura de capital tem sido bastante discutida na literatura, considerando a desconfiança dos teóricos quanto à sua irrelevância nas decisões corporativas. Durand (1959), Jensen e Meckling (1976) e Myers (1977) abordaram o assunto em perspectivas diferentes, mas sempre com o objetivo de explorar as brechas deixadas pela literatura financeira sobre como as ações gerenciais podem influenciar na escolha de uma estrutura ótima de capital que minimize os conflitos de agência entre gerentes, proprietários e acionistas.

Jensen e Meckling (1976) buscaram descobrir um ponto de equilíbrio, isto é, uma estrutura ótima de capital que mantivesse a escala da companhia, ao mesmo tempo que conciliasse os interesses das partes envolvidas – credores, gestores e acionistas. Neste aspecto, observa-se que uma grande parte da literatura se concentra no estudo dos determinantes da

estrutura de capital pelo mundo afora (Antoniou, Guney, & Paudyal, 2008; Bastos & Nakamura, 2009; Berkman et al, 2016; Hall, Hutchinson & Michaelas, 2004; M'ng, Rahman & Sannacy, 2017; Zeitun, Temimi & Mimouni, 2017).

Myers (1977) destacou que além de suas características, o custo de falência também restringe as escolhas de dívida da firma. Os problemas de agência, assim como as fricções do mercado de capitais levam os conselhos de administração das empresas a impor práticas de governança rígidas para alinhar os interesses dos gestores, dos credores e dos acionistas, e nessa condição, Dimitropoulos (2014) relata que a alavancagem é usada como um mecanismo de controle. Entretanto, a governança corporativa é vista neste contexto, como um instrumento de monitoramento do comportamento de entrincheiramento dos administradores, para evitar a expropriação dos direitos de acionistas (Shleifer & Vishny, 1997). Com isso, tem-se investigado na literatura como a adoção de boas práticas de GC pode influenciar a estrutura de capital das empresas em mercados emergentes (Aggarwal & Kyaw, 2009; Dimitropoulos, 2014; Du & Dai, 2005; Kieschnick & Moussawi, 2018; Uwuibge, 2014).

Kieschnick e Moussawi (2018) investigaram os impactos da idade da firma e da governança corporativa na escolha da estrutura de capital de 1500 empresas americanas listadas no período de 1996 a 2016, usando o tamanho e composição do conselho de administração, dualidade das funções CEO/Presidente do Conselho e a existência de classe dupla de ações como variáveis de GC. Os resultados mostram que a idade se relaciona de forma positiva com o endividamento, além disso descobriram que as empresas que usam classe dupla de ações tendem a usar mais dívida a medida que elas envelhecem. Os autores concluíram o estudo destacando que os efeitos da idade da firma sobre a escolha da dívida se devem principalmente à interação entre a idade da empresa e suas características de governança.

Em uma pesquisa envolvendo nove países do Leste Asiático, Du e Dai (2005) analisaram a relação entre a alavancagem e a estrutura de propriedade corporativa, com foco na separação dos direitos de fluxo de caixa e dos direitos de controle de 1473 companhias listadas no período de 1994 a 1996. Os resultados mostraram uma relação positiva entre os direitos de controle e os direitos de fluxo de caixa na alavancagem das empresas. Além disso observaram que em países com forte proteção aos direitos dos credores, o acionista controlador tende a reduzir a alavancagem, mesmo no caso de uma alta divergência de direitos de controle dos direitos de fluxo de caixa. As evidências apresentadas por Du e Dai (2005) para a firmas do Leste Asiático confirmaram a ideia de que acionistas controladores com participação acionária relativamente pequena tendem a aumentar a alavancagem para elevar o financiamento externo sem diluir seu domínio acionário.

As evidências empíricas encontradas sobre a relação entre a governança corporativa e estrutura de capital na África, vêm da Nigéria e do Gana separadamente. Abor (2007) analisou os impactos da governança corporativa nas decisões de financiamento de 22 empresas ganenses listadas no período de 1998 a 2003. Por meio de uma regressão múltipla com dados em painel, encontraram que a estrutura de capital se relaciona de forma positiva e significativa com o tamanho, a composição do conselho de administração e a dualidade das funções de CEO e Presidente do Conselho. Na Nigéria, Uwuigbe (2014) investigou a relação entre a governança corporativa e a estrutura de capital de 40 companhias listadas entre 2006 e 2011, usando um modelo de regressão com dados em painel. A evidências empíricas apontam para uma relação positiva entre a dualidade do CEO/Presidente do Conselho e a estrutura de capital das firmas nigerianas, enquanto, a mesma relação foi negativa com o tamanho do conselho, a gestão de propriedade e a composição do conselho.

Dos poucos estudos que abordam a relação entre a governança corporativa e a estrutura de capital na América Latina, destacou-se, o trabalho de Ruiz (2017) que investigou a influência dos fatores de GC sobre a alavancagem de 575 empresas listadas no Brasil, Chile e México no período de 2006 a 2014. Incluíram concentração de propriedade, tamanho e independência do conselho de administração, comitê interno de auditoria, dualidade do CEO/Presidente do Conselho, reputação da auditoria como variáveis de governança corporativa. Nos resultados da regressão múltipla com dados em painel, Ruiz (2017) mostrou que um nível maior de concentração de propriedade incentiva o acionista majoritário a exercer maior nível de controle sobre os administradores, impondo menor nível de endividamento. Descobriram, de um lado, que a independência do conselho aumenta o endividamento para ampliar o controle sobre o comportamento dos gestores, por outro, o comitê de auditoria interna exerce um impacto negativo sobre a alavancagem.

As evidências empíricas apresentadas, mostram que a governança corporativa assume um papel importante para mitigar os conflitos de agência, e que os gestores são algumas vezes forçados a alavancar as companhias, uma vez que são obrigados a trabalhar para manter a escala da firma, alinhando seus interesses com os acionistas e credores. Neste contexto, espera-se que as empresas na América Latina usem a estrutura de capital como instrumento de controle das ações gerenciais, o que será testado pela hipótese seguinte:

H1: No cenário de negócios da América Latina, empresas com boas práticas de governança corporativa tendem a apresentar maior alavancagem.

2.2.2 Governança corporativa e desempenho

A literatura aponta que gestores entrincheirados tomam decisões administrativas que podem afetar negativamente o valor da firma, além dos acionistas majoritários que geralmente fazem uso de seu poder de voto para expropriar o direito dos acionistas minoritários. Há também o problema da assimetria de informação, sugerindo que os gestores possuem dados privilegiados sobre o real valor da empresa, e que, por isso, conseguem assumir posições que prejudicam a riqueza dos acionistas (Jensen & Meckling, 1976; Shleifer & Vishny, 1997). Observa-se muitos trabalhos se concentram no estudo dos impactos da adoção de boas práticas de governança corporativa sobre o desempenho das firmas ao redor do mundo (Abdallah & Ismail, 2017; Akbar et al., 2016; Ammann, Oesch & Schmid, 2011; Essen, Oserhout & Carney, 2012; Klapper & Love, 2002; Lemmon & Lins, 2003; Mitton, 2002).

Akbar *et al.* (2016) investigaram a relação entre governança e desempenho de 435 empresas listadas no Reino Unido, no período de 1999 a 2009. Para tanto, usaram as seguintes variáveis de governança: dualidade Presidente do Conselho-CEO, independência do presidente do conselho, existência e independência do comitê de auditoria, frequência anual de reuniões do comitê de auditoria. Para desempenho, adotaram o retorno sobre o patrimônio e o Q de Tobin. Os autores utilizaram uma regressão múltipla estimada pelo Método dos Momentos Generalizados (GMM) para controlar os problemas de endogeneidade. Contrariando a literatura, os resultados apontaram que não há uma relação significativa entre a governança e o desempenho corporativo. Akbar *et al.* (2016) justificaram seus achados destacando que os modelos de Mínimos Quadrados Ordinários com efeitos fixos que geralmente são usados não levam em consideração os possíveis problemas de endogeneidade existentes na relação entre governança corporativa e desempenho das firmas.

Sob ótica similar, outro estudo internacional sobre a relação entre a governança corporativa e o valor da firma foi apresentado por Ammann, Oesch e Schmid (2011), utilizando 6.663 observações ano-firma de 22 países desenvolvidos extraídos da *Governance Metrics International (GMI)* no período de 2003 a 2007. A partir de 64 atributos individuais de governança corporativa, os autores construíram dois índices de governança com pesos iguais, e um terceiro índice derivado de uma análise de componentes principais. Os resultados dos três índices apontaram uma forte relação positiva entre o nível de GC e o valor das empresas, indicando mais uma vez que a adoção de boas práticas de governança pode mitigar os conflitos de agência, melhorando a relação entre os acionistas e os gestores, ao mesmo tempo, aumentando o desempenho da firma.

Considerando o período da crise financeira asiática, Lemmon e Lins (2003) estudaram os efeitos da estrutura de propriedade sobre o valor de 800 empresas listadas em oito países da Ásia, e apresentaram evidências de que ela impactou negativamente os investimentos das firmas, incentivando assim a expropriação dos acionistas minoritários pelos acionistas majoritários. Por meio de uma meta-análise que envolveu 86 estudos sobre a relação entre os atributos do conselho de administração e a performance das empresas na Ásia, Essen, Oosterhout e Carney (2012) relatam que as preferencias da estrutura e da composição do conselho são influenciadas pela identidade do maior acionista. Além disso, descobriram que a relação entre a composição e a estrutura do conselho e o valor das companhias asiáticas é mediada pela estratégia de investimento em pesquisa e desenvolvimento.

Por sua vez, Abdallah e Ismail (2017) investigaram os impactos das práticas de governança corporativa e da estrutura de propriedade sobre o desempenho de 581 corporações localizadas em sete países membros do Conselho Corporativo do Golfo (GCC) no período de 2008 a 2012. Os autores observaram que a relação positiva entre a qualidade de GC e a performance é fortemente sustentada pelo nível baixo de concentração de propriedade, adicionalmente destacaram que essa associação entre as duas variáveis é uma função da propriedade dispersa, e que o valor agregado pela adoção de boas práticas de governança não é garantido quando ocorre um nível alto de concentração de propriedade.

A partir do documento elaborado pela Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (CEPAL) sobre os avanços no âmbito de governança corporativa no Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru, vários estudos apresentam evidencias empíricas sobre o impacto da adoção de boas práticas de governança corporativa no valor da firma. Considerados por La Porta et al., (2000) como ambientes de baixa proteção legal aos acionistas, Klapper e Love (2002) mostram que os mecanismos de GC compensam parcialmente os investidores pelos problemas de aplicação efetiva das leis em países de regime jurídico civil, como os da América Latina. Jara *et al.* (2018) estudaram os efeitos da governança corporativa no valor de 595 empresas listadas na Argentina, no Brasil, no Chile, na Colômbia, no México e no Peru entre 2000 e 2015. Usando regressão estimada pelo Método dos Momentos Generalizados (GMM), concluíram que quando há distribuição de poder nas mãos de vários acionistas, isto é, menor concentração, as empresas tendem a ser mais valorizadas e possuem melhor desempenho.

As evidencias acima apresentadas mostram que os países da América Latina possuem baixa proteção legal aos acionistas, e que por isso, adotam mecanismos de governança corporativa que possam reduzir o problema de agência, e garantir a manutenção da riqueza dos

seus investidores. Embora na maior parte dos estudos se consideram mais variáveis relacionadas a estrutura de propriedade e controle, espera-se que os outros mecanismos de qualidade de governança que serão abordados neste trabalho influenciem positivamente o desempenho e o valor das firmas. Dessa forma, para fins de verificação, adotou-se a seguinte hipótese:

H2: No cenário de negócios da América Latina, empresas com melhores práticas de governança corporativa tem melhor desempenho.

2.2.3 Estrutura de Capital, governança corporativa e desempenho

Ao abordar o problema de agência, Jensen e Meckling (1976) destacam a existência de capital próprio e de terceiros, que é considerado como a fonte dos conflitos de interesse entre os acionistas, os credores e os gestores. As evidências empíricas apresentadas no tópico 2.1 mostram que a governança corporativa influencia positivamente a estrutura de capital, uma vez que é usada como instrumento para forçar os gestores a investirem os recursos externos de forma mais eficaz e eficiente, visando aumentar o valor da firma.

Nesta mesma perspectiva, os teóricos vêm destacando que a estrutura de capital é vista como um instrumento importante que medeia a relação entre as práticas de governança corporativa adotadas e a performance das firmas. Com isso, nota-se que uma boa parte de estudos empíricos tem incluído a alavancagem financeira nas suas análises para observar os possíveis efeitos da variável na relação entre a GC e o desempenho da firma a nível país (Akbar et al., 2016; Detthamronga, Chancharata & Vithessonthi, 2017; Jaradat, 2015; Zhang, Chen & Feng, 2014) e a nível multi-países (Mitton, 2002; Okiro, Aduda & Omoro, 2015).

Zhang, Chen e Feng (2014) buscaram verificar de que forma variáveis de pesquisa e desenvolvimento (P&D) medeiam a relação entre governança corporativa e desempenho para uma amostra de 99 companhias chinesas do setor de tecnologia da informação. O procedimento empregado pelos autores envolveu a observação dos efeitos das variáveis de governança, e posteriormente a inclusão da variável mediadora no modelo para analisar os impactos das duas variáveis na performance. Os resultados apontaram que (P&D) medeia a relação entre a governança e o desempenho das firmas. Detthamronga, Chancharata e Vithessonthi (2017) realizaram os mesmos procedimentos adotados por Zhang, Chen e Feng (2014) para testar o efeito mediador da estrutura de capital na relação entre a GC e o desempenho em uma amostra de 493 empresas listadas da Tailândia no período 2001–2014. Os autores não alcançaram o objetivo ao considerar a amostra geral, porém, ao dividir a amostra, encontraram que a alavancagem medeia parcialmente a relação entre as duas variáveis.

Okiro, Aduda e Omoro (2015) investigaram os impactos da estrutura de capital sobre a relação entre a governança corporativa e o desempenho de 98 empresas listadas na *East African Community Security Exchange* e com sede em Quênia, Tanzânia, Uganda, Ruanda e Burundi, considerando o período de 2009 a 2013. Mediram a GC a partir um índice que foi criado por meio da aplicação de um questionário de 56 perguntas assumindo um valor entre 0 e 100, esperando que as empresas com governança fraca tenham pontuações mais baixas, e o contrário para aquelas com melhor nível governança. Os autores encontraram uma relação positiva entre governança corporativa e a performance das empresas, além disso, descobriram que, de fato, a alavancagem medeia essa relação.

A partir das evidências acima apresentadas, pode-se destacar que a estrutura de capital assume um papel importante quando se considera a relação entre governança e desempenho, que não é ignorado na literatura. Dada a falta de abordagens neste sentido para a América Latina, e com base nos trabalhos de Detthamronga, Chancharata e Vithessonthi (2017) e de Zhang, Chen e Feng (2014) pretende-se testar a mediação da estrutura de capital na relação entre governança e a performance das empresas. Para tanto, criou-se a hipótese:

H3: A estrutura de capital medeia a relação entre a governança corporativa e o desempenho das empresas da América Latina.

2.2.4 Rating soberano, estrutura de capital e desempenho

Com os avanços da globalização e a integração dos mercados de capitais, Klapper e Love (2002) e La Porta et al. (2000) demonstram que existem dois tipos mercados, sendo que, um oferece maior proteção jurídica aos investidores e o outro com baixa proteção. Os estudos desses autores têm provado que investir em países que possuem o regime de Lei Civil, é um exercício de alto risco, uma vez que parece ser difícil assegurar que os interesses dos acionistas minoritários sejam protegidos.

Além da adoção de boas medidas de governança corporativa, existem também os relatórios de classificação de risco emitidos pelas agências de *rating* que são utilizados pelos investidores, para decidir sobre a aplicação dos seus recursos (Cantor & Parker, 1996; White, 2010). As agências de *rating* surgiram no período de 1909 e 1922, em um contexto de intensificação do fluxo de capital de terceiros nas empresas, e a falta de regulamentação no sistema financeiro internacional, em que havia preocupação concernente às pessoas investirem capital sem conhecer as condições financeiras e gerenciais das empresas (Glascock, Davidson & Henderson, 1987).

Há mais de meio século, em razão da consolidação do sistema financeiro internacional, os relatórios produzidos pelas três principais agências – Standards & Poor, Fitch Rating e Moody's Investors Inc. – assumem uma posição importante nas decisões de investimento no mercado global de capitais. White (2010) ressaltou que essas instituições classificam a qualidade de crédito dos títulos emitidos pelas corporações (*rating corporativo*) e Estados soberanos (*rating soberano*) para reduzir os problemas de assimetria informacional no mercado.

Os *ratings* publicados pelas agências têm implicações nas condições financeiras das firmas e dos países pelos anúncios de aumento (*Upgrade*) e de rebaixamento (*Downgrade*) na classificação de crédito, que refletem a capacidade e o desejo dos tomadores em honrar suas obrigações a tempo (Cantor & Parker, 1996; Glascock, Davidson & Henderson, 1987). Com a crescente emissão de títulos pelos governos, as agências de *rating* passaram também a classificar o grau de risco de estados soberanos, combinando fatores econômicos, sociais e políticos para determinar a capacidade e o desejo de um país em honrar suas obrigações a tempo (Cantor & Parker, 1996; White, 2010). Os relatórios dessas instituições influenciam as condições políticas e econômicas dos países, pois são usados pelos investidores como um instrumento que mede a estabilidade político-econômica e ajuda a prever crises financeiras nos mercados globais de capitais.

Por muito tempo, o *rating* soberano ocupou pouco espaço nos estudos realizados em finanças corporativas. Como envolve questões macroeconômicas, foi o centro das atenções dos teóricos econômicos que investigaram seus impactos nos títulos de dívida pública, risco país, produto interno bruto (PIB), inflação e taxa de juros (Afonso, Furceri & Gomes, 2012; Chen et al., 2016; Kaminsky & Schmukle, 2002; Kiff, Nowak & Schumacher, 2012).

Conforme os estudos vêm demonstrando que os anúncios de rebaixamento do *rating* soberano dos países sinalizam dificuldade financeira dos governos, em consequência exercem influências diretas sobre os mercados de capitais pela fuga de investidores, vem ocorrendo também o aumento dos custos de dívida relacionados à alta das taxas de juros e da inflação, além do aumento do prêmio cobrado pelos credores internacionais para compensar o risco inerente aos países. Com isso, começaram a surgir estudos que investigam os impactos da mudança do *rating* soberano na estrutura de capital e no valor das corporações (Brooks et al., 2014; Cai, Kim & Wu, 2019; Chen et al., 2016; Pacheco, 2012).

Pacheco (2012) realizou um estudo de evento, analisando o impacto do anúncio de mudanças nos *ratings* da Moody's sobre o desempenho das empresas portuguesas listadas no período de 2006 a 2011. Os resultados encontrados pelo autor sinalizaram uma reação significativa dos preços das ações às mudanças nos *ratings*, que pode ser explicado por

mudanças anteriores nos *ratings* soberanos ou pelos efeitos de contágio do mercado português que viveu um momento de incertezas. Por sua vez, Chen et al. (2013) investigaram os efeitos da mudança do *rating* soberano de 48 países no investimento corporativo no período de 1983 a 2009 usando uma regressão linear múltipla em um estudo de evento. Encontraram que houve aumentos significativos no crescimento do investimento privado após o aumento dos *ratings* soberanos, entretanto, podiam observar quedas significativas e temporárias no investimento após rebaixamentos do *rating* soberano.

As agências de *rating* são bastante criticadas pelas suas diversas falhas na prevenção de diversas crises passadas no sistema financeiro internacional que impactaram significativamente os mercados de capitais nas últimas décadas. Entretanto, como não é o foco deste trabalho, esses aspectos não serão abordados. A partir das evidências apresentadas, pode-se observar que o *rating* soberano desempenha um papel crucial para os países, considerando que já foi mostrado que o rebaixamento exerce um feito imediato no preço das ações no mercado de capitais, assim como dificulta a tomada de empréstimo das empresas devido à elevação dos custos de captação externa.

Neste contexto, considerando que os países da América Latina sofreram várias mudanças na sua classificação de risco soberano, espera-se que um aumento da qualidade de risco de crédito exerça um impacto positivo na estrutura de capital e no valor das empresas da região, conforme expressa a hipótese seguinte:

H4: Há uma relação positiva entre o *rating* soberano, a alavancagem e o desempenho das empresas da América Latina.

2.3 Metodologia

2.3.1 Amostra e fontes de dados

Este estudo investigou o impacto do *rating* soberano na relação entre a estrutura de capital, a governança corporativa e o desempenho, usando uma amostra inicial de 906 companhias não financeiras de capital aberto no período de 2004 a 2018, listadas nas bolsas de valores localizadas na Argentina, na Bolívia, no Chile, na Colômbia, no Equador, no México, no Peru e na Venezuela. Os países Bolívia, Equador e Venezuela foram desconsiderados do estudo por não possuírem nenhum dado de governança corporativa no período do estudo. Sendo assim, a amostra final passou a ser composta por 823 empresas com sede na Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru.

Os dados financeiros, de governança corporativa e do *rating* soberano foram coletados na base da Thompson Reuters. O período entre 2004 e 2018 foi escolhido para observar os impactos da crise de 2008 sobre as empresas na América Latina, além disso, percebe-se que países como Argentina, Brasil e Peru conseguiram o grau de investimento nas principais agências de *rating* no período da pesquisa, além dos vários aumentos e rebaixamentos da classificação de risco observados.

2.3.2 Variáveis do estudo

A escolha das variáveis consideradas neste estudo foi baseada nos estudos de Abdallah e Ismail (2017), Borisova et al. (2012), Iqbal, Nawaz e Ehsan (2018), Kieschnick e Moussawi (2018), Krichene e Khoufi (2016), Okiro, Aduda e Omoro (2015) e Yang e Zhao (2014) que também desenvolveram estudos sobre a governança corporativa, a estrutura de capital, o desempenho e o *rating* soberano em países localizados na Ásia, Leste da África, Reino Unido, Estados Unidos e na Europa.

2.3.2.1 Variáveis dependentes

Assim como Iqbal, Nawaz e Ehsan (2018), Kieschnick e Moussawi (2018), Krichene e Khoufi (2016), neste trabalho são considerados o retorno sobre ativo (ROA) o retorno sobre patrimônio líquido (ROE) e o Q de Tobin para medir o desempenho contábil e de mercado das empresas da América Latina. O retorno sobre ativos (ROA) foi calculado pela razão entre o lucro líquido e o ativo total. O retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) foi medido pelo lucro líquido dividido pelo patrimônio líquido. Por fim, o Q de Tobin foi calculado pela soma entre o passivo total e o valor de mercado do patrimônio líquido dividido pelo ativo total.

2.3.2.2 Variáveis independentes

Para investigar como a adoção de boas práticas de governança corporativa e a estrutura de capital pode influenciar no desempenho das empresas da América Latina considerando os impactos do *rating* soberano considerou-se as seguintes variáveis independentes:

- i) Tamanho do Conselho (BSIZE): Não há um consenso quanto aos impactos dessa variável na performance e no endividamento de uma firma. Por exemplo, Bansal e Sharma (2016) e Turrent e García (2015) encontram um impacto positivo do tamanho do conselho sobre o desempenho, enquanto Dimitropoulos (2014) relatou uma relação negativa com a alavancagem. Ela foi calculada pelo número de membros no conselho de administração.

- ii) Dualidade CEO/Presidente do conselho (DPCEO): Kieschnick e Moussawi (2018) destacam que com a dualidade das funções, o CEO pode influenciar as decisões deliberativas do conselho, o que consequentemente pode diminuir o poder de monitoramento dos gestores. Paralelamente, Yang e Zhao (2014) mostram que a dualidade das funções pode ser usada como um mecanismo para melhorar o desempenho das companhias norte americanas. Foi criada uma variável *dummy* em que foi atribuído o valor de 1 se o presidente do conselho de administração é também o CEO da empresa, e zero caso contrário.
- iii) Dualidade CEO/Conselho (DCEO): a presença do CEO como membro no conselho confere a ele um maior poder de barganha, o que pode ser considerado um aspecto negativo para a qualidade da governança corporativa (Yang & Zhao, 2014). Ararat, Black e Yortoglu (2017) destacam que sua presença no conselho pode ser benéfica, nos casos em que a tendência das pautas do conselho pode orientar suas ações para aumentar o desempenho da firma, além de facilitar o fluxo de informações da administração para o conselho. Criou-se uma variável *dummy* que assumiu o valor de 1 se o CEO é também membro do conselho e 0, caso contrário.
- iv) Comitê de Governança Corporativa (GCC): considerado como um dos mecanismos de controle, Ararat, Black e Yortoglu (2017) e Cai et al. (2015) ressaltam que a existência de um comitê de governança corporativa reflete a capacidade efetiva de monitoramento do conselho. Os autores combinaram essa variável com outras variáveis de governança para construir um índice de GC, no entanto, não levam em consideração o seu efeito individual. Neste trabalho, ela foi medida por uma variável *dummy* que assume 1 se existe um comitê de governança corporativa e 0, caso contrário.
- v) Comitê de Auditoria (AUD_C): Ararat, Black e Yortoglu (2017) e Bansal e Sharma (2016) destacam que a existência do comitê de auditoria é um mecanismo de governança importante para garantir a qualidade e a conformidade das informações financeiras produzidas e divulgadas o que pode reduzir o custo de capital. Ela é mensurada por uma variável *dummy* em que foi atribuído o valor de 1 se a empresa possui um comitê de auditoria e 0, caso contrário.
- vi) Independência do Comitê de Auditoria (AUD_IND): Bansal e Sharma (2016) ressaltam que a independência do comitê de auditoria é altamente recomendada pelos códigos de GC, pois garante a confiabilidade dos relatórios financeiros e contábeis, limitando qualquer possibilidade de gerenciamento de resultados por parte dos gestores. Um número maior de membros independentes no comitê de auditoria pode aumentar a confiança dos investidores e reduzir assimetria da informação (Arslan et al., 2014). Foi medido considerando a percentagem de conselheiros independentes no comitê de auditoria.

vii) Expertise do comitê de Auditoria (AUD_EXP): a partir das disposições estabelecidas pela Sarbanes-Oxley (SOX) em 2002, ficou claro que é fundamental ter conhecimento e experiência em finanças e auditoria para a efetividade das ações dos comitês. As empresas que mantem um comitê de auditoria repleto de membros sem qualificação e expertise em contabilidade e/ou finanças correm risco de ter seus relatórios invalidados pelos usuários externos (Ghafran & O'Sullivan, 2017; Sultana & Mitchell, 2015). Alqatamin (2018) encontrou uma relação positiva com o desempenho. Criou-se uma variável *dummy* em que assume 1 se os membros do comitê possuem expertise em finanças e contabilidade e 0, caso contrário.

viii) Rating Soberano (RATS): Afonso, Furceri e Gomes (2012) mostram que as mudanças no rating soberano afetam o mercado financeiro dos países e gera contágio entre os seus vizinhos, aumentando o custo de captação das empresas e ocasionando fuga de investidores. Foi feita a transformação em escala numérica de modo que quanto maior a nota, melhor será a classificação conforme destacado na Tabela 1. Em seguida, considerou-se a média da pontuação que as três agências atribuíram a cada país no período de 2004 a 2018.

Tabela 1
Transformação numérica da Escala do rating das agências

| Standard & Poor's | Fitch Ratings | Moody's Investors | Escala atribuída |
|-------------------|---------------|-------------------|------------------|
| AAA | AAA | Aaa | 21 |
| AA+ | AA+ | Aa1 | 20 |
| AA | AA | Aa2 | 19 |
| AA- | AA- | Aa3 | 18 |
| A+ | A+ | A1 | 17 |
| A | A | A2 | 16 |
| A- | A- | A3 | 15 |
| BBB+ | BBB+ | Baa1 | 14 |
| BBB | BBB | Baa2 | 13 |
| BBB- | BBB- | Baa3 | 12 |
| BB+ | BB+ | Ba1 | 11 |
| BB | BB | Ba2 | 10 |
| BB- | BB- | Ba3 | 9 |
| B+ | B+ | B1 | 8 |
| B | B | B2 | 7 |
| B- | B- | B3 | 6 |
| CCC | CCC | Caa1 | 5 |
| CC | CC | Caa2 | 4 |
| C | C | Caa3 | 3 |
| D | D | Ca | 2 |
| - | - | C | 1 |

Fonte: Elaborada pelos autores, adaptada de Standard&Poors, Fitch Rating e Moodys Investors, 2018.

x) Estrutura de capital (ENDIV): evidências empíricas apontam que a estrutura de capital possui uma relação negativa com o desempenho das empresas. Okiro, Aduda e Omoro (2015) encontraram que ela medeia a relação entre a governança corporativa e a performance das firmas localizadas no leste da África. Nesta pesquisa, além de ser considerada como uma variável dependente, ela também será adotada como variável explicativa. Como variáveis de estrutura de capital considera-se a alavancagem financeira (ALAV) calculada pela razão entre dívida total e o ativo total, a razão entre dívida em longo prazo e o ativo total (DIVLP) e a divisão da dívida em curto prazo pelo ativo total (DIVCP).

2.3.2.3 Variáveis de controle

As variáveis relacionadas às características das firmas são importantes para controlar a relação entre a governança corporativa, estrutura de capital e o *rating*. As variáveis de controle e suas métricas - destacadas na Tabela 2 - foram selecionadas na literatura, com base em estudos similares (Kieschnick & Moussawi, 2018; Okiro, Aduda & Omoro, 2015; Wang & Esqueda, 2014).

2.3.3 Modelo econométrico

Alguns estudos empíricos realizados em nível multipaís usam métodos tradicionais estimados pelos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) (Aggarwal & Kyaw, 2009; Turrent & García, 2015; Wang & Esqueda, 2014). Porém, estes métodos são bastante criticados na literatura, por considerarem a distribuição normal dos erros-padrão e por assumirem que a variância é constante, os estimadores podem ser viesados e inconsistentes (Fávero & Confortini, 2010; Goldszmidt, Brito & Vasconcelos, 2011).

Fávero *et al.* (2009) destacam que os modelos multiníveis são mais adequados para a análise de dados alinhados em níveis diferentes, uma vez que proporcionam uma visão generalizada dos métodos de regressão que permite observar de forma hierárquica e estruturada a variação da variável dependente em cada nível, além de reduzir os problemas de endogeneidade. Assim como Bernardo, Albanez e Securato (2018) e Elango e Wieland (2015), neste trabalho utilizou-se o modelo de regressões hierárquicas lineares de três níveis e com medidas repetidas, considerando que as características dos dados exigem que seja observado o comportamento da alavancagem e do desempenho de cada firma, em cada país ao longo do tempo.

Tabela 2
Resumo das variáveis do estudo

| Variável | Símbolo | Métrica | Sinal Esperado | Autor base |
|---------------------------------------|-----------|--|----------------|--|
| Alavancagem | ALAV | Dívida total /Ativo Total | - | Kieschnick e Moussawi (2018) |
| Dívida de Longo Prazo | DIVLP | Dívida de Longo prazo / Ativo Total | - | Okiro, Aduda e Omoro (2015) |
| Dívida de Curto Prazo | DIVCP | Dívida de Curto prazo / Ativo Total | - | Afonso, Furceri e Gomes (2012); |
| Retorno sobre Ativo | ROA | Lucro Líquido / Ativo Total. | | Iqbal, Nawaz e Ehsan (2018); |
| Retorno sobre patrimônio Líquido | ROE | Lucro Líquido/ Patrimônio Líquido | | Abdallah e Ismail (2017); Bansal e Sharma (2016) |
| Q-Tobin | Q_Tobin | (Valor de mercado + Dívida Total) / Ativo Total | | Abdallah e Ismail (2017) |
| Tamanho do Conselho | (BSIZE) | Número de membros no conselho de administração | - | Bansal e Sharma (2016); Turrent e García (2015) |
| Dualidade CEO/ Presidente do conselho | (DPCEO) | variável <i>dummy</i> 1 se o presidente do conselho é o CEO, 0 caso contrário | +/- | Kieschnick e Moussawi (2018); Yang e Zhao (2014) |
| Dualidade CEO/ Conselho | (DCEO) | variável <i>dummy</i> 1 se o CEO é também membro do conselho e 0, caso contrário. | +/- | Borisova et al. (2012); Ararat, Black e Yortoglu (2017) |
| Comitê de Governança Corporativa | (CGC) | variável <i>dummy</i> 1 se existe um comitê de governança corporativa e 0, caso contrário | + | Ararat, Black e Yortoglu (2017) e Cai et al. (2015) |
| Comitê de Auditoria | (AUD_C) | variável <i>dummy</i> 1 se existe um comitê de auditoria e 0, caso contrário | + | Ararat, Black e Yortoglu (2017), Bansal e Sharma (2016) |
| Independência do Comitê de Auditoria | (AUD_IND) | Percentagem de membros independentes no comitê de auditoria. | + | Arslan et al., (2014) Bansal e Sharma (2016) |
| Expertise do comitê de Auditoria | (AUD_EXP) | Variável <i>dummy</i> , 1 se os membros do comitê têm expertise em finanças e 0, caso contrário. | + | Ghafran e O'Sullivan, (2017); Sultana e Mitchell (2015) |
| Rating Soberano | (RATS) | Média anual das pontuações de Standard & Poor, Moody's e Fitch Rating, transformado de 0 a 21. | + | Afonso, Furceri e Gomes (2012); Shahen e Javid (2014) |
| Tamanho da Firma | TAM | Ln (Ativo Total) | + | Turrent & García (2015); Alqatamin (2018) |
| Market-to-Book | MTB | Valor de mercado/ Patrimônio Líquido | + | Ararat, Black e Yortoglu (2017), Aldamen, Duncan, Kelly, McNamara & Nagel (2011) |
| Risco da Empresa | RISK | Beta da empresa | - | |
| Liquidez Corrente | LC | Ativo Circulante / Passivo Circulante | + | Kieschnick e Moussawi (2018) |
| Investimento | INV | CAPEX / Ativo Total | + | Akbar et al. (2016) |

Fonte: Elaborado pelo autor.

Os modelos foram especificados em três níveis utilizando o método da máxima verossimilhança (*Full maximum likelihood* - ML) sem preditores para observar a proporção da variação entre firmas e países. O primeiro nível é a função linear para a média de alavancagem

e desempenho Y_{ikt} assumido ao longo do período t, em cada firma i e em cada país k, conforme destacado na equação 1:

$$Y_{ikt} = \beta_{0ik} + e_{ikt} \sim ND(0, \sigma_e^2) \quad (1)$$

onde β_{0ik} determina a alavancagem e o desempenho médio assumido durante todo período t (anos), para a firma i no país k e o termo do erro aleatório e_{tik} que representa a variação na alavancagem e no desempenho da uma firma ao longo de tempo, incluindo a variação dos fatores omitidos. O erro aleatório assume uma distribuição normal com a média zero e variância σ^2 . No segundo nível considerou-se a alavancagem e o desempenho médio β_{0ik} de todo período para cada firma i e cada o país k estimado pela equação (2).

$$\beta_{0ik} = \beta_{00k} + \mu_{ik} \sim ND(0, \sigma\mu^2) \quad (2)$$

Neste nível verificou-se a alavancagem e o desempenho médio assumido durante todo o período e de todas as firmas, para o país k captado pela expressão β_{00k} da equação (2), e μ_{ik} o termo de erro aleatório para a firma i no país k que assume uma distribuição normal com a média zero e variância σ^2 . Vale destacar que neste modelo cada coeficiente da equação (1) é considerado como uma variável dependente. O terceiro nível é uma função linear para a média da alavancagem e desempenho para todas as empresas e todo o período de análise em cada país β_{00k} , conforme destocado na equação (3).

$$\beta_{00k} = \beta_{000} + \varepsilon_{ik} \sim ND(0, \sigma_\varepsilon^2) \quad (3)$$

Em que β_{000} representa o endividamento e o desempenho assumido durante todo o período para todas as firmas em todos os países, mais o efeito aleatório ε_{ik} do país k, que também possui uma distribuição normal com a média zero e variância σ^2 . Os três níveis podem ser resumidos na equação (4) em que Y_{ikt} é a soma da alavancagem e o desempenho da média geral β_{000} , mais os efeitos aleatórios do país ε_{ik} , do efeito aleatório μ_{ik} da firma i no país k, e o erro aleatório ao longo do tempo e_{tik} .

$$Y_{ikt} = \beta_{000} + \varepsilon_{ik} + \mu_{ik} + e_{tik} \quad (4)$$

Uma vez feita a estimação dos modelos em cada nível, a partir da equação do primeiro modelo geral (M1) investigou-se a relação entre o endividamento, a governança corporativa e o rating soberano incluindo as variáveis de controle:

$$ENDIV_{ikt} = \beta_{000} + \varepsilon_{ik} + \mu_{ik} + \beta_1 GOV_{i,k,t} + \beta_2 RATS_{k,t} + \beta_3 CONT_{i,k,t} + e_{tik} \quad (M1)$$

Em que $ENDIV_{ikt}$: é soma de alavancagem média geral; ε_{ik} : é o efeito aleatório de país k; μ_{ik} : o efeito aleatório da firma i no país k; $GOV_{i,k,t}$: representa o conjunto das sete variáveis de governança corporativa conforme destacado no quadro 1; $RATS_{k,t}$: é o rating soberano de cada país; $CONT_{i,k,t}$: o conjunto das variáveis de controle e e_{tik} : é o termo de erro aleatório que representa a variação da alavancagem de iésima firma e no késima país ao longo do tempo. Em seguida, para a relação com o desempenho, do modelo geral 1 (M1) a variável dependente foi substituída pelo *Desemp* que é conjunto de variáveis que medem o desempenho - retorno sobre ativo (ROA), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e Q de Tobin - da firma i, no país k ao longo do período t, e as variáveis de estrutura de capital ($ENDIV_{i,k,t}$) foram incluídas como variáveis independentes, conforme resumido na equação do segundo modelo geral (M2):

$$Desemp_{ikt} = \beta_{000} + \varepsilon_{ik} + \mu_{ik} + \beta_1 GOV_{i,k,t} + \beta_2 RATS_{k,t} + \beta_3 ENDIV_{i,k,t} + \beta_4 CONT_{i,k,t} + e_{tik} \quad (M2)$$

2.4 Análise dos resultados

2.4.1 Análise descritiva

Os resultados da Tabela 3 apresentam as médias e os desvios padrão das variáveis selecionadas para cada país (Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru) e da amostra geral. Para as variáveis de estrutura de capital, observa-se que Brasil e México representando mais do que a metade da amostra, apresentam médias de alavancagem (ALAV) igual à 0,28 e 0,25 respectivamente, enquanto da amostra geral foi de 0,23. Ademais, Argentina, Chile, Colômbia e Peru possuem uma média de alavancagem que varia entre 0,15 e 0,20. No que diz respeito ao nível de endividamento a longo prazo (DIVLP), todos os países mostram valores próximos, exceto o Brasil e o México que registraram 0,17 e 0,18 nesta ordem. Os resultados para a variável de endividamento de curto prazo (DIVCP) apontam que em média as empresas argentinas se endividam em 0,35 e as brasileiras em 0,30 durante o período.

Ainda na Tabela 3, para as variáveis de desempenho, observa-se uma média geral do retorno sobre o ativo (ROA) igual a 0,04. Os resultados mostram que, durante o período investigado, as companhias da América Latina tiveram um nível de performance relativamente baixo. Em contrapartida, a média de retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) para a amostra geral foi de 0,17, sendo que, a média da Argentina, do Brasil e do México foi igual a 0,19 0,20 0,21 respectivamente. Em relação ao desempenho de mercado as médias do Q de Tobin do Brasil e do México foram iguais a 1,76 e 1,69 respectivamente, enquanto a média da amostra geral foi igual a 1,55, o que mostra possivelmente que as empresas localizadas nesses países são mais valorizadas.

Os resultados para as variáveis explicativas apresentam um panorama sobre o nível de adoção de práticas de governança corporativa pelas empresas latino americanas. Em relação as variáveis do conselho de administração, percebe-se que, em média, nos seis países, as firmas possuem um conselho de administração (BSIZE) composto por cerca de 9 membros, sendo que a Argentina e o México têm uma média de 13 membros. De modo geral, em média, em 46 % das empresas o diretor presidente (CEO) é também um membro ativo do conselho de administração (DCEO), enquanto isso, em 23% das observações, este diretor é também presidente do conselho (DPCEO). Em média 35% da amostra de empresas possui um comitê de governança corporativa (CGC), sendo que Colômbia (61%) e Brasil (46%) lideram a lista de países que adotaram esse mecanismo de GC, enquanto somente 2% das empresas do Chile e 4% da Argentina que possuem um conselho de governança corporativa.

Das variáveis relacionadas a auditoria, em média 49% das companhias possuem um comitê de auditoria (AUD_C), 63,04% dos membros contratados são independentes (AUD_IND) e em 32% os auditores têm expertise em auditoria (AUD_EXP), ou seja, são formados em Administração e Contabilidade. A Colômbia e o México foram os países, nos quais aproximadamente 98% das empresas possuem um comitê de auditoria, entre 82% e 98% dos auditores são independentes e o México foi o único a ter uma média de 72% de membros especialistas no comitê de auditoria.

Quanto ao *rating* soberano (RATS), observa- que com uma média igual 13, os países da região foram classificados apenas à um nível acima do grau de investimento pelas três agências de classificação do risco soberano. Para essa variável, apenas dois países foram classificados no grau especulativo no período, em primeiro lugar tem-se a Argentina que teve uma média igual a 6 proporcional à CCC+ nas posições mais baixas do ranking, e o Brasil por sua vez teve média de 12,16 equivalente à BB+ - um nível abaixo do grau de investimento. As estatísticas descritivas por país são apresentadas nas Tabelas 4 e 5 (Apêndices 1 e 2).

Foi executado o teste *Oneway ANOVA* para verificar se, de fato, há diferença entre as médias dos países para cada uma das variáveis dependentes. Com o p-valor sendo menor que 0,05 os resultados expostos na Tabela 6 apontaram que existem sim diferenças significativas das médias de alavancagem, dívida em longo e curto prazo, retorno sobre ativo, retorno sobre o patrimônio líquido e o Q de Tobin entre os países que compõem a amostra.

Na Tabela 7 do Apêndice 3 são apresentados os resultados da análise de correlação entre as variáveis do estudo. Conforme observado, todas as variáveis de governança corporativa, do *rating* soberano e de controle registraram graus de associação relativamente baixos, indicando

possivelmente que não existem problemas de multicolinearidade. Para verificação, foi realizado o teste *Variance Inflation Factors – VIF* para cada uma das regressões e os resultados apresentaram o valor de VIF igual e 1.35 menor do que 10, confirmando que, de fato, não há problema de multicolinearidade entre as variáveis incluídas nos modelos.

Tabela 6
Resultado dos testes *Oneway ANOVA* para diferença de médias entre os países

| Variáveis | F | Prob > F |
|----------------|--------|----------|
| ALAV | 94.14 | 0.0000 |
| DIVLP | 71.52 | 0.0000 |
| DIVCP | 182.98 | 0.0000 |
| ROA | 30.58 | 0.0000 |
| ROE | 46.98 | 0.0000 |
| Q_Tobin | 80.66 | 0.0000 |

Fonte: Resultados da pesquisa

2.4.2 Análise dos modelos

2.4.2.1 Resultados dos modelos nulos ou vazios

Na tabela 8 são apresentados os resultados das regressões dos modelos nulos ou vazios, que a partir dos interceptos aleatórios leva em consideração a média das variáveis que medem a estrutura de capital (ALAV, DIVLP, DIVCP) e o desempenho (ROA, ROE, Q_Tobin) para as empresas latino americanas. Estes modelos que não incluem as variáveis explicativas mostram o grau de influência de cada nível na variação das variáveis dependentes por meio da decomposição das variâncias que é representada pelo Índice de Correlação Interclasse - ICC.

Como pode-se observar, mesmo sendo baixo, o nível país teve maior influência somente sobre o endividamento de curto prazo (DIVCP) indicando que 11,77% da variação nessa variável é devido ao fato de que as companhias estão localizadas nos seus países respectivos. O resultado para o nível firma aponta que este é responsável pela maior parte da variação nos níveis de endividamento das corporações (entre 33,42% e 65,54%) ao longo do período. O nível tempo, por sua vez, contribuiu entre 22,29% e 35,07% na variação da estrutura de capital.

Os resultados das regressões dos modelos nulos para o desempenho mostram que com uma média que varia entre 1,16% e 5,10% o nível país teve pouca influência sobre a variação no ROA, no ROE e no Q de Tobin das empresas ao longo do período. Quanto ao nível firma, suas influências sobre a variação média das performances das companhias foi maior para o Q de Tobin (61,9%) e o retorno sobre patrimônio líquido (48,53%) indicando os efeitos de suas características internas no aumento dos retornos.

Tabela 3
Estatísticas descritivas por país e da amostra geral

| Variáveis | Argentina | | | Brasil | | | Chile | | Colômbia | | México | | Peru | | Amostra Geral | |
|----------------|-----------|-------|----------------|--------|----------------|-------|----------------|-------|----------------|-------|----------------|-------|----------------|-------|----------------|--|
| | Obs. | Média | Dev. Padrão | Média | Dev. Padrão | Média | Dev. Padrão | Média | Dev. Padrão | Média | Dev. Padrão | Média | Dev. Padrão | Média | Dev. Padrão | |
| ALAV | 10,242 | 0.20 | 0.20 | 0.28 | 0.20 | 0.20 | 0.16 | 0.18 | 0.15 | 0.25 | 0.17 | 0.19 | 0.17 | 0.23 | 0.18 | |
| DIVLP | 10,185 | 0.11 | 0.14 | 0.17 | 0.15 | 0.15 | 0.13 | 0.12 | 0.12 | 0.18 | 0.15 | 0.11 | 0.13 | 0.15 | 0.14 | |
| DIVCP | 10,237 | 0.35 | 0.20 | 0.30 | 0.19 | 0.21 | 0.15 | 0.18 | 0.13 | 0.24 | 0.16 | 0.22 | 0.14 | 0.26 | 0.18 | |
| ROA | 9,898 | 0.04 | 0.09 | 0.02 | 0.10 | 0.04 | 0.07 | 0.03 | 0.06 | 0.04 | 0.07 | 0.05 | 0.08 | 0.04 | 0.08 | |
| ROE | 9,632 | 0.21 | 0.25 | 0.20 | 0.23 | 0.12 | 0.17 | 0.12 | 0.14 | 0.19 | 0.18 | 0.17 | 0.20 | 0.17 | 0.21 | |
| Q_Tobin | 9,010 | 1.46 | 0.73 | 1.68 | 0.82 | 1.48 | 0.68 | 1.31 | 0.67 | 1.60 | 0.68 | 1.22 | 0.75 | 1.51 | 1.76 | |
| INV | 8,938 | 0.05 | 0.04 | 0.05 | 0.04 | 0.05 | 0.04 | 0.04 | 0.04 | 0.05 | 0.04 | 0.05 | 0.04 | 0.05 | 0.04 | |
| TAM | 10,270 | 18.68 | 2.07 | 20.08 | 2.06 | 19.37 | 2.22 | 19.52 | 2.21 | 20.60 | 1.74 | 18.92 | 1.68 | 19.66 | 2.11 | |
| MTB | 8,525 | 2.35 | 2.07 | 2.81 | 2.23 | 2.27 | 1.77 | 1.70 | 1.39 | 2.62 | 2.47 | 1.63 | 1.70 | 2.38 | 1.99 | |
| RISK | 9,968 | 0.91 | 0.30 | 0.81 | 0.54 | 0.58 | 0.59 | 0.72 | 0.37 | 0.64 | 0.40 | 0.86 | 0.46 | 0.75 | 0.51 | |
| LC | 10,216 | 1.53 | 1.05 | 1.69 | 1.15 | 1.85 | 1.15 | 1.76 | 1.12 | 1.93 | 1.27 | 1.85 | 1.26 | 1.77 | 1.18 | |
| BSIZE | 5,297 | 13.02 | 4.04 | 7.35 | 3.70 | 8.20 | 1.48 | 8.14 | 1.74 | 13.65 | 4.60 | 8.47 | 2.56 | 8.59 | 4.21 | |
| CGC | 5,332 | 0.04 | 0.19 | 0.46 | 0.50 | 0.02 | 0.13 | 0.61 | 0.49 | 0.15 | 0.35 | 0.28 | 0.45 | 0.35 | 0.48 | |
| DCEOC | 4,793 | 0.56 | 0.50 | 0.50 | 0.50 | 0.07 | 0.26 | 0.00 | 0.00 | 0.78 | 0.41 | 0.45 | 0.50 | 0.46 | 0.50 | |
| DPCEO | 4,916 | 0.20 | 0.40 | 0.26 | 0.44 | 0.14 | 0.35 | 0.01 | 0.10 | 0.39 | 0.49 | 0.21 | 0.41 | 0.24 | 0.43 | |
| AUD_C | 4,635 | 0.96 | 0.19 | 0.33 | 0.47 | 0.46 | 0.50 | 0.98 | 0.13 | 0.99 | 0.10 | 0.60 | 0.49 | 0.49 | 0.50 | |
| AUD_IND | 2,618 | 46.53 | 36.42 | 54.28 | 41.17 | 59.74 | 36.04 | 82.22 | 23.97 | 98.02 | 11.94 | 36.15 | 35.45 | 63.04 | 39.90 | |
| AUD_EXP | 4,358 | 0.50 | 0.50 | 0.26 | 0.44 | 0.16 | 0.36 | 0.29 | 0.45 | 0.72 | 0.45 | 0.20 | 0.40 | 0.32 | 0.47 | |
| RATS | 12,345 | 6.02 | 1.51 | 12.16 | 1.42 | 17.80 | 0.84 | 12.60 | 0.86 | 14.62 | 0.62 | 13.24 | 1.71 | 13.17 | 3.40 | |

Fonte: Resultados da pesquisa.

O retorno sobre ativo (ROA) e o retorno sobre o Patrimônio líquido (ROE) das empresas latino americanas em média foram impactados em 65.42% e 48,80% respectivamente pelo nível tempo, indicando que este foi importante na variação dos retornos. Cabe destacar que conforme mostrado na tabela 8, os resultados dos testes de máxima verossimilhança (Teste LR) para os modelos foram altamente significantes a nível de 1%, indicando que o modelo multinível é o mais adequado para este tipo de análise.

**Tabela 8
Estrutura de capital e desempenho das empresas latino americanas – Modelo nulo**

| | ALAV | DIVLP | DIVCP | ROA | ROE | Q_Tobin |
|--|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Observações | 10242 | 10158 | 10237 | 9898 | 9632 | 9010 |
| Intercepto | 0.22*** | 0.14*** | 0.25*** | 0.35*** | 0.17*** | 1.48*** |
| Estimadores (variância) | | | | | | |
| Parâmetros de Efeitos Aleatórios | | | | | | |
| País | 0.001 | 0.002 | 0.004 | 0.0001 | 0.001 | 0.0305 |
| Empresa | 0.0202 | 0.41 | 0.0182 | 0.0032 | 0.0232 | 0.3399 |
| Tempo | -0.0026 | -0.008 | -0.0016 | 0.0023 | 0.002 | 0.0027 |
| Total | 0.0186 | 0.404 | 0.0206 | 0.0043 | 0.0263 | 0.3731 |
| Coeficiente de Correlação Interclasse (ICC) | | | | | | |
| Nível 3 (País) | 3.22% | 3.55% | 11.78% | 1.16 % | 2.67% | 5.10% |
| Nível 2 (Empresa) | 62.71% | 61.57% | 65.54% | 33.42% | 48.53% | 61.9% |
| Nível 1 (Tempo) | 35.07% | 34.88% | 22.28% | 65.42% | 48.80% | 30% |
| Total | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% |
| Teste LR (Chi2) | 7607.6*** | 7177.1*** | 7840.4*** | 3899.8*** | 4754.9*** | 8804.3*** |

Fonte: Resultados da pesquisa

Nota: ***, ** e * indicam significância aos níveis de 1%, 5% e 10% respectivamente.

2.4.2.2 Estrutura de capital governança corporativa e rating soberano

Para investigar os possíveis impactos do rating soberano e da governança corporativa sobre a estrutura capital das empresas latino americanas, considerou-se a alavancagem financeira (ALAV), o endividamento em longo prazo (DIVLP) e em curto prazo (DIVCP) como variáveis dependentes. Os resultados são expostos na Tabela 9, para a alavancagem, no modelo 1 executou-se uma regressão multinível incluindo o rating soberano e todas as variáveis de controle e no modelo 2 todas as variáveis de governança corporativa.

Como pode-se observar no modelo 1, o rating soberano (RATS) apresenta uma relação estatisticamente positiva a nível de 5% com a alavancagem financeira (ALAV) indicando que as empresas latino americanas são mais alavancadas quando seus países respectivos possuem melhor classificação de risco soberano pelas agências de rating confirmando a hipótese 4 do estudo. Este resultado está de acordo com o trabalho de Sajjad e Zakaria (2018) que também

encontrou que a qualidade de risco influência positivamente a estrutura de capital das empresas asiáticas. Entende-se que uma boa classificação do *rating* soberano sinaliza uma estabilidade política e econômica dos estados, o que gera confiança nos investidores e pode elevar a disponibilidade de recursos para as empresas se alavancarem.

No que diz respeito às variáveis de controle, percebe-se neste estudo que o nível de liquidez corrente (LC) assim como os investimentos (INV) apresentam uma relação negativa e altamente significativa, ao nível de 1%, com a alavancagem, enquanto o tamanho das firmas (TAM) e Market-to-book (MTB) se relacionam de forma positiva também em 1% com o grau de alavancagem das companhias. Estes resultados eram esperados e são condizentes com a literatura financeira que afirma que quando há alto nível de liquidez, as empresas não se endividam para financiar seus investimentos (Kieschnik & Moussawi, 2018; M'ng, Rahman & Sannacy, 2017; Sajjad & Zakaria, 2018), por outro lado, as empresas que são mais valorizadas no mercado e que possuem grande volume de ativos encontram menores restrições financeiras, portanto são mais alavancadas.

Ao incluir as varáveis de governança corporativa no modelo 2, encontrou-se que todas variáveis de controle continuam influenciando de forma positiva a alavancagem (ALAV), porém o *rating* soberano (RATS) deixou de ser um aspecto significativo para explicar o endividamento das empresas latino americanas. A independência do comitê de auditoria (AUD_IND) apresenta uma relação estatisticamente negativa com a alavancagem a nível de 5%, indicando que quanto maior o número de membros independentes nos comitês de auditoria, menor será a alavancagem das firmas, corroborando com o estudo de Arslan et al., (2014).

No modelo 3 verificou-se a mesma relação para o endividamento em longo prazo (DIVLP), isto é, o *rating* soberano aponta uma relação positiva ao nível de 5% com DIVLP. Para as variáveis de controle, descobriu-se que o Market-to-book (MTB), o tamanho (TAM), a liquidez corrente (LC) se relacionam de forma positiva com o endividamento em longo prazo das firmas. Neste contexto, pode-se considerar que essa relação positiva da liquidez corrente pode ser explicada pelo fato de que as empresas mesmo com a disponibilidade de recursos no caixa, aproveitam-se das boas condições econômicas dos países com melhor qualidade de crédito para obter acesso a volumes de dinheiro em longo prazo para financiar projetos. Com a inclusão das variáveis de governança corporativa no modelo 4, os resultados permanecem os mesmos para alavancagem com apenas a independência do comitê de auditoria (AUD_IND) conservando a relação negativa com o endividamento em longo prazo.

Analisou-se a relação para o endividamento em curto prazo (DIVCP). No modelo 5 o *rating* soberano (RATS), o Beta (RISK) e o tamanho (TAM) apresentam uma relação significativa, a nível de 1%, com o endividamento em curto prazo, significando que em períodos de boa classificação de risco dos países, as grandes empresas se endividam mais em curto prazo, mesmo possuindo um beta positivo. A partir destes resultados, considerando que no período observado alguns estados latino americanos – a exemplo da Argentina, Brasil, Colômbia e Peru – sofreram várias mudanças na classificação do *rating* pelas agências, pode-se inferir que, diante de um cenário com perspectiva de rebaixamento, as grandes empresas se endividam mais em curto prazo de forma a prevenir as consequências negativas de uma perda do grau de investimento. No modelo 6, incluindo as variáveis de governança corporativa, não foi encontrado mudança significativa nos resultados em relação aos modelos 2 e 4, uma vez que o *rating* soberano deixou de ser significante, porém, a independência do comitê de auditoria AUD_IND) passou a influenciar positivamente o endividamento em curto prazo a 1%.

De modo geral, corroborando com os achados de Krichene e Khoufi (2016) para as firmas nos Estados Unidos, os resultados deste estudo mostram que na ausência de mecanismos de governança corporativa, o *rating* soberano dos países da América Latina é um fator importante que é considerado pelas companhias de capital aberto na escolha de suas estruturas de capital, o que nos permite confirmar a hipótese quatro (H4). As evidências encontradas rejeitam a primeira hipótese (H1) para a alavancagem e a dívida em longo prazo, e a confirma para o endividamento em curto prazo. Entretanto, vale destacar que o tempo (ano) impactou de forma negativa no nível de endividamento das empresas da região, indicando uma redução gradual do nível de dívida durante o período contemplado neste estudo. A significância estatística dos testes de máxima verossimilhança (LR) e de Wald indicam que a regressão multinível é a mais adequada para os modelos do que os modelos lineares.

2.4.2.3 Estrutura de capital, governança corporativa, rating soberano e desempenho

Os resultados das regressões que investigam a relação entre a estrutura de capital, a governança corporativa, o *rating* soberano e o desempenho das empresas latino americanas são destacados nas tabelas 10 e 11. Foram executadas três regressões para cada uma das variáveis que medem o desempenho (ROA, ROE e Q de Tobin), em que em um primeiro momento, verificou-se os impactos do *rating* soberano e das variáveis de controle, em segundo lugar, incluiu-se as variáveis de governança corporativa e por último, as variáveis de estrutura de capital para observar seus efeitos na relação investigada.

Tabela 9

Estrutura de capital, rating soberano e governança corporativa

| Variáveis do Modelo | ALAV | | DIV LP | | DIVCP | |
|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| | Modelo 1 | Modelo 2 | Modelo 3 | Modelo 4 | Modelo 5 | Modelo 6 |
| Ano | -0.002*** (0.0004) | -0.0049*** (0.0009) | -0.0020*** (0.0003) | -0.0056*** (0.0008) | -0.0033*** (0.0003) | -0.0025*** (0.0006) |
| INV | -0.1359*** (0.0348) | -0.2321*** (0.0807) | 0.0024 (0.0317) | -0.1116 (0.0727) | -0.0781*** (0.0299) | 0.0216 (0.0597) |
| TAM | 0.0216*** (0.0019) | 0.0328*** (0.0047) | 0.0305*** (0.0015) | 0.0391*** (0.0040) | -0.0335*** (0.0017) | -0.0408*** (0.0034) |
| MTB | 0.0169*** (0.0009) | 0.0120*** (0.0017) | 0.0136*** (0.0007) | 0.0137*** (0.0016) | 0.0068*** (0.0007) | 0.0089*** (0.0013) |
| RISK | -0.0147 (0.0102) | -0.0069 (0.0206) | -0.0013 (0.0078) | 0.0092 (0.0166) | 0.0403*** (0.0090) | 0.0159 (0.0163) |
| LC | -0.0335*** (0.0016) | -0.0356*** (0.0038) | 0.0031*** (0.0014) | 0.0011 (0.0032) | -0.0695*** (0.0013) | -0.0620*** (0.0027) |
| RATS | 0.0021** (0.0011) | 0.0027 (0.0023) | 0.0011** (0.0008) | 0.0005 (0.0018) | 0.0017** (0.0010) | 0.0020 (0.0017) |
| BSIZE | | -0.0002 (0.0013) | | 0.0003 (0.0010) | | 0.0007 (0.0009) |
| AUD_IND | | -0.0034** (0.0001) | | -0.0002*** (0.0001) | | 0.0002*** (0.0001) |
| CGC | | -0.0132 (0.0124) | | -0.0065 (0.0101) | | -0.0016 (0.0090) |
| DCEO_C | | 0.0084 (0.0105) | | -0.0003 (0.0093) | | -0.0022 (0.0079) |
| DPCEO | | 0.0038 (0.0123) | | 0.0033 (0.0104) | | -0.0003 (0.0088) |
| AUD_C | | -0.0114 (0.0126) | | 0.0088 (0.0116) | | 0.0053 (0.0096) |
| AUD_EXP | | -0.0008 (0.0083) | | 0.0039 (0.0071) | | 0.0062 (0.0059) |
| _Constante | 3.7777*** (0.6991) | 9.4441*** (1.8267) | 3.5202*** (0.6250) | 10.7385*** (1.5521) | 7.5239*** (0.6355) | 6.1372*** (1.2974) |
| Observações | 7341 | 1468 | 7331 | 1467 | 7347 | 1468 |
| Wald | 1213.46*** | 420.02*** | 961.26*** | 417.77*** | 3512.74*** | 725.70*** |
| LR | 4953.07*** | 865.23*** | 4050.77*** | 777.80*** | 6070.80*** | 1155.67*** |

Fonte: resultados da pesquisa

Nota: ***, ** e * indicam significância aos níveis de 1%, 5% e 10% respectivamente.

Os resultados do modelo 1 na tabela 10 mostram que o *rating* soberano (RATS) possui uma relação positiva e significativa a nível de 1% com o retorno sobre ativo (ROA). Todas as variáveis de controle são estatisticamente significativas a nível de 1%. Se o risco da empresa (RISK) afetou negativamente o ROA, o investimento (INV), o tamanho (TAM), Market-to-book (MTB) e a liquidez corrente (LC) impactaram de forma positiva o desempenho das companhias. Ao incluir as variáveis de governança corporativa no modelo 2, o *rating* soberano continua apresentando relação significativa com a performance, além disso, encontrou-se impactos estatisticamente significativos e positivos, a nível de 1%, do comitê de auditoria (AUD_C) e da independência do comitê de auditoria (AUD_IND) e negativo em 1% do tamanho do conselho de administração (BSIZE). Dentre as variáveis de controle somente o tamanho da firma (TAM) que passou influenciar negativamente a performance, enquanto as outras conservam os mesmos sinais e níveis de significância.

No modelo 3 foram incluídas todas variáveis de estrutura de capital consideradas neste trabalho. Os resultados mostram que a existência do comitê de auditoria e o tamanho do conselho de administração permanecem significantes a nível de 1% com os mesmos efeitos, a independência do comitê de auditoria deixou de se relacionar com o ROA, e o *rating* soberano continua sendo significativo. A alavancagem financeira (ALAV), o endividamento de longo prazo (DIVLP) e o endividamento de curto prazo (DIVCP) apresentam uma relação negativa e significativa a nível de 1% com o desempenho das companhias latino americanas, indicando que quanto mais endividadas são, menor é a sua performance.

Os resultados encontrados neste trabalho mostram que o retorno sobre ativo (ROA) e o *rating* soberano possuem uma relação estaticamente positiva, confirmando a hipótese quatro (H4) e destacando que empresas listadas na América Latina apresentam maior desempenho em períodos de boa classificação de risco dos seus respetivos países. Corroborando com os estudos Ararat, Black e Yortoglu (2017) e Arslan et al. (2014), observou-se que as companhias que possuem um comitê de auditoria e que possuem maior número de membros independentes neste comitê conseguem melhor retorno. Pela relação com o tamanho do conselho de administração, assim como Yang e Zhao (2014) percebe-se que essa variável reduz o desempenho dessas firmas. Neste contexto, esses achados confirmam a segunda hipótese (H2) ressaltando que a adoção de boas práticas de governança corporativa melhora o desempenho das empresas latino americanas.

Tabela 10

Estrutura de capital, governança corporativa, rating soberano e desempenho (ROA e ROE)

| Variáveis do Modelo | ROA | | | ROE | | |
|------------------------|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|--------------------------------|-------------------------------|--------------------------------|
| | Modelo 1 | Modelo 2 | Modelo 3 | Modelo 4 | Modelo 5 | Modelo 6 |
| Ano | 0.0028*** (0.0002) | 0.0030*** (0.0004) | 0.0020*** (0.0004) | 0.0018*** (0.0006) | 0.0046*** (0.0011) | 0.0052*** (0.0011) |
| INV | 0.2541** (0.0220) | 0.2256*** (0.0443) | 0.1746*** (0.0410) | 0.3116*** (0.0619) | 0.3019*** (0.1068) | 0.2912*** (0.1063) |
| TAM | 0.0062*** (0.0009) | -0.0098*** (0.0021) | -0.0028 (0.0021) | 0.0054*** (0.0025) | 0.0179*** (0.0057) | 0.0256*** (0.0060) |
| MTB | 0.0039*** (0.0005) | 0.0076*** (0.0010) | 0.0123*** (0.0010) | 0.0303*** (0.0014) | 0.0430*** (0.0023) | 0.0410*** (0.0025) |
| RISK | -0.0153*** (0.0040) | -0.0161** (0.0083) | -0.0134*** (0.0072) | -0.0002 *** (0.0103) | -0.0343* (0.02010) | -0.0368** (0.0194) |
| LC | 0.0161*** (0.0009) | 0.0136*** (0.0020) | 0.0039** (0.0021) | 0.0046** (0.0022) | 0.0013 (0.0048) | 0.0113** (0.0055) |
| RATS | 0.0045*** (0.0005) | 0.0039*** (0.0011) | 0.0024*** (0.0009) | 0.0026 (0.0017) | 0.00020 (0.0025) | -0.0022 (0.0024) |
| BSIZE | | -0.0015*** (0.0006) | -0.0013*** (0.0006) | | -0.0042*** (0.0015) | -0.004*** (0.0017) |
| AUD_IND | | 0.0002*** (0.0007) | 0.0001 (0.0001) | | 0.0001 (0.0001) | -7.5806 (0.0001) |
| CGC | | 0.0068 (0.0060) | -0.0014 (0.0053) | | -0.0106 (0.0141) | -0.0114 (0.0139) |
| DCEO_C | | -0.0017 (0.0053) | -0.0030 (0.0049) | | -0.0058 (0.0130) | -0.0057 (0.0128) |
| DPCEO | | 0.0053 (0.0061) | 0.0068 (0.0055) | | 0.0009 (0.0144) | 0.0013 (0.0142) |
| AUD_C | | 0.0199*** (0.0070) | 0.0205*** (0.0065) | | 0.0311** (0.0166) | 0.0292** (0.0165) |
| AUD_EXP | | 0.0041 (0.0043) | 0.0036 (0.0039) | | 0.0004 (0.0101) | 0.0035 (0.0024) |
| ALAV | | | -0.1201*** (0.0230) | | | -0.1352** (0.0695) |
| DIVLP | | | -0.0984*** (0.0280) | | | 0.1487* (0.0853) |
| DIVCP | | | -0.0749*** (0.0209) | | | 0.2567*** (0.0612) |
| _Constante | -0.1766*** (0.0233) | -0.1578*** (0.0470) | -0.1009*** (0.0453) | -3.6378*** (1.2431) | -9.5091*** (2.2485) | -11.0386*** (2.3125) |
| Observações | 7289 | 1459 | 1458 | 7332 | 1446 | 1445 |
| Wald | 619.84*** | 220.40*** | 510.50*** | 546.42*** | 387.82*** | 419.21*** |
| LR | 222.77*** | 327.92*** | 270.25*** | 1463.75*** | 424.07*** | 406.42*** |

Fonte: resultados da pesquisa

Nota: ***, ** e * indicam significância aos níveis de 1%, 5% e 10% respectivamente

Condizente com a literatura sobre a estrutura de capital (Abdallah & Ismail, 2017; Kieschnik & Moussawi, 2018), pode-se ressaltar que quanto maior o nível de endividamento, menores serão os retornos sobre o ativo. Cabe destacar que essa relação se justifica pelos efeitos do tempo nas regressões já discutidas na sessão 2.2.2 em que o nível de dívida foi se reduzindo e houve um aumento significativo do desempenho ao longo do período. Neste contexto, pode-se inferir que esse crescimento do ROA está atrelado a redução gradual nos níveis de endividamento das firmas. Além disso, pode-se dizer que a inclusão das variáveis de estrutura de capital teve efeito significativo sobre o grau de influência das variáveis de governança corporativa no ROA, dado que a independência do comitê de auditoria deixou de ser significante. Realizando o mesmo procedimento, Okiro, Aduda e Omoro (2015) observaram a mesma situação no leste da África, e concluíram que o endividamento medeia a relação entre governança e performance. Sendo assim, pode-se confirmar a hipótese três (H3) deste estudo conforme esperado.

As evidências encontradas no modelo 4 apontam que não há relação significativa entre o *rating* soberano (RATS) e o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) rejeitando a hipótese H4. Todas as variáveis de controle apresentam significância estatística a nível de 1%, sendo que o beta da firma (RISK) exerce um impacto negativo sobre o desempenho, enquanto os efeitos do investimento (INV), tamanho (TAM), índice Market-to-book (MTB) e da liquidez corrente (LC) foram positivos. No modelo 5, com a inclusão das variáveis de governança corporativa, encontrou-se resultados parecidos com o modelo 3, em que *rating* soberano não foi significante, a existência do comitê de auditoria (AUD_C) positivo a nível de 5% e o tamanho do conselho de administração (BSIZE) negativo em 1%, isto é, a presença do comitê de auditoria eleva o desempenho enquanto o tamanho do conselho o reduz. Como foi elencado na hipótese 2, a partir dos resultados encontrados no modelo 5, pode-se confirmar que a adoção de boas práticas de governança melhorou a performance das companhias.

Com a inclusão das variáveis de estrutura de capital no modelo 6, os resultados continuam parecidos com os do modelo 5. Como pode-se observar, de um lado a alavancagem financeira (ALAV) influencia negativamente o ROE a nível de 5%, por outro lado, os endividamentos em longo (DIVLP) e em curto prazo (DIVCP) se relacionam de forma positiva com o retorno sobre o patrimônio líquido aos níveis de 10% e 1% respectivamente. Neste contexto pode-se destacar que a presença da estrutura de capital exerceu um efeito significativo no grau de influência das variáveis de governança sobre o desempenho, apontando evidências para confirmar a hipótese 3.

Os resultados dos modelos com retorno sobre o patrimônio líquido mostram que na ausência de mecanismos de governança corporativa, a classificação de risco dos países não influencia o desempenho das empresas latino americanas. No que diz respeito as variáveis de governança, assim como Alqatamin (2018) e Ghafran e O'Sullivan (2017), destaca-se a importância da existência e a independência do comitê de auditoria para melhorar a performance das companhias. Os impactos das variáveis da estrutura de capital corroboram com o trabalho de Okiro, Aduda e Omoro (2015) que encontraram que o endividamento assume um papel importante na relação entre a governança corporativa e o desempenho das empresas localizadas na região leste africana.

No modelo 1 da tabela 11, os resultados mostram que o *rating* soberano exerceu um efeito altamente significativo ao nível de 1% no valor de mercado (Q_Tobin) das firmas, indicando que elas são mais valorizadas em períodos de boa classificação de risco dos seus respectivos países. Para as variáveis de controle, se o investimento (INV), o Market-to-book (MTB) e a liquidez corrente (LC) aumenta o valor das companhias, o tamanho da firma (TAM) o diminui significativamente. Este resultado é bastante condizente com a literatura quando se considera que os efeitos diretos das mudanças do *rating* são captados pelo mercado (Afonso, Furceri & Gomes, 2012; Kaminsky & Schmukler, 2002; Ng & Arrif, 2019).

Já no modelo 2 com a inclusão das variáveis de governança corporativa, observa-se que o *rating* soberano continua mantendo seu efeito significativo e positivo a nível de 1%. Se o tamanho do conselho de administração (BSIZE), a independência do conselho de auditoria (AUD_IND) e existência do comitê de auditoria (AUD_C) se relacionam de forma positiva a nível de 5% com o valor de mercado das empresas, quando o CEO é membro do conselho de administração (DCEO) a influência é negativa em de 1%. As variáveis de controle continuam mantendo os mesmos sinais e níveis de significância.

Com a introdução das variáveis da estrutura de capital no modelo 3, o *rating* soberano (RATS) permanece influenciando o valor das empresas de forma positiva. Dos mecanismos de governança corporativa, somente a independência do comitê de auditoria (AUD_IND) que deixou de ser significativa, o tamanho do conselho (BSIZE), o comitê de auditoria (AUD_C) e o caso em que o CEO é membro efetivo do conselho de administração (DPCEO) conservam os mesmos sinais e níveis de significância apresentados no modelo 2. Todas as variáveis de estrutura de capital (ALAV, DIVLP, DIVCP) influenciam fortemente o valor das companhias a nível de 1%, indicando que quanto mais endividadas são as empresas, menor será o desempenho dessa firma no mercado.

Esses achados mostram que as empresas latino americanas são mais valorizadas em períodos de boa classificação de risco soberano dos seus respectivos países, além disso, a adoção de boas práticas de governança corporativa pode elevar o desempenho de mercado das mesmas, comprovando as hipóteses 2 e 4 apresentadas neste estudo. A inclusão das variáveis de estrutura de capital na relação mostrou que o endividamento pode destruir o valor das firmas, além de reduzir o nível de influência da governança sobre a performance. Sendo assim, pode-se ressaltar que há indícios suficientes que sustentam a confirmação da hipótese 3 inspirado no trabalho de Okiro, Aduda e Omoro (2015) e de Detthamronga et al. (2017) de que o endividamento medeia a relação entre a governança e o desempenho na América Latina. Assim como nas outras regressões já analisadas é importante reforçar os testes de máxima verossimilhança LR e de Wald, que também apresentaram níveis de significância que indicam que o modelo multinível utilizado até aqui é mais adequado e produz estimadores melhores do que os modelos clássicos de regressões lineares.

A partir desses resultados, pode-se destacar que o *rating* soberano assume um papel importante na valorização das empresas e pode servir como um instrumento poderoso para a atrair investimento nos países da América Latina, uma vez que além de refletir o grau de estabilidade econômica e política dos estados avaliados, também destaca quão valorizadas e rentáveis foram as firmas que neles hospedam durante o período. Krichene e Koufi (2016) e White (2010) ressaltam que tanto os governos quanto os gestores devem levar em consideração os relatórios de classificação de risco emitidos pelas agências de *rating*, pois são usados pelos investidores para decidir sobre onde aplicar seus recursos.

As evidências empíricas aqui apresentadas corroboram com a posição dos autores, uma vez que foi encontrado que quanto melhor a posição dos países na escala das agências, as firmas serão mais alavancadas e mais valorizadas devido a disponibilidade de capital e a atratividade do mercado que desfruta de um ambiente com baixa percepção de risco aos investidores. Em relação a governança corporativa, dos vários cenários que foram simulados, percebeu-se que a estrutura de governança assume um papel muito importante na vida financeira das firmas. Como foi observado, o fato de uma empresa estar localizada em um país que possui melhor *rating* não a dispensa da adoção de mecanismos de GC para gerar confiança aos credores e investidores.

Tabela 11
Estrutura de capital, governança corporativa, rating soberano e desempenho (Q de Tobin)

| Variáveis do Estudo | Modelo 1 | Modelo 2 | Modelo 3 |
|---------------------|--------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|
| Ano | 0.0006*** (0.0010) | 0.0025 (0.0026) | -0.0046** (0.0025) |
| INV | 1.0799*** (0.1028) | 0.9047*** (0.2496) | 0.6881*** (0.2294) |
| TAM | -0.0177*** (0.0052) | -0.0712*** (0.0133) | -0.0470*** (0.0128) |
| MTB | 0.2761*** (0.0024) | 0.2849*** (0.0054) | 0.3317*** (0.0054) |
| RISK | -0.0096 (0.0237) | -0.0413 (0.0445) | -0.0278 (0.0393) |
| LC | 0.0380*** (0.0044) | 0.0638*** (0.0112) | -0.0057 (0.0119) |
| RATS | 0.0069*** (0.0028) | 0.0216*** (0.0064) | 0.0340*** (0.0008) |
| BSIZE | | 0.0063** (0.0036) | 0.0109*** (0.0032) |
| AUD_IND | | 0.0012** (0.0004) | 0.0006 (0.0004) |
| CGC | | 0.0041 (0.0330) | -0.0179 (0.0296) |
| DCEO_C | | -0.0882*** (0.0306) | -0.1067*** (0.0276) |
| DPCEO | | 0.0140 (0.0333) | 0.0251 (0.0303) |
| AUD_C | | 0.0697** (0.0391) | 0.0842*** (0.0358) |
| AUD_EXP | | -0.0001 (0.0236) | 0.0012 (0.0021) |
| ALAV | | | -0.6217*** (0.1499) |
| DIVLP | | | -0.6755*** (0.1307) |
| DIVCP | | | -0.9595*** (0.1307) |
| _Constante | -11.5401*** (2.0771) | -3.2490*** (5.3371) | 11.0365*** (5.0227) |
| Observações | 7088 | 1448 | 1445 |
| Wald | 12892.83*** | 2951.18*** | 3798.09*** |
| LR | 3203.85*** | 438.17*** | 328.40*** |

Fonte: resultados da pesquisa

Nota: ***, ** e * indicam significância aos níveis de 1%, 5% e 10% respectivamente.

Quando se trata de estrutura de capital, assim como Ghafran e O’Sullivan, (2017) e Sultana e Mitchell (2015), cabe destacar que possuir um comitê de auditoria, e garantir sua independência pode facilitar o acesso ao mercado de dívida para as empresas. Em relação ao desempenho, a GC também foi benéfica para as firmas latino americanas na medida em que pelo fato de terem seus relatórios auditados por auditores independentes, são obrigadas a produzir no sentido de aumentar o valor de mercado de suas firmas, assegurando melhores retornos aos acionistas (Ararat, Black & Yortoglu, 2017; Bansal & Sharma, 2016). Além disso, assim como foi encontrado por Bansal e Sharma (2016), Turrent e García (2015) e Yang e Zhao (2014), mostrou-se que um conselho de administração muito grande e quando o CEO é também membro efetivo desse conselho, a performance das companhias pode ser reduzida de forma significativa, portanto, defende-se que esses dois mecanismos devem ser levados em consideração para melhorar a governança e elevar o desempenho das firmas.

2.5 Teste de Robustez

Os resultados das regressões apresentadas permitiram observar que a adoção de mecanismos de governança corporativa pode influenciar a estrutura de capital e o desempenho das empresas latino americanas. Entretanto, Hermalin e Weisbach (2003) destacam que a existência de endogeneidade não observável e simultânea ainda permanece um dos grandes problemas nos estudos que envolvem a governança corporativa versus desempenho. Abordando o problema tendo como objeto a composição do conselho de administração, os autores relatam que a endogeneidade surge quando houver omissão de variáveis não observadas que poderiam estar afetando as análises, além da possibilidade de existência de uma relação reversa entre as variáveis de interesse. Anmann et al. (2011) destacam por exemplo que as condições atuais das firmas podem levar a decisões que afetariam a estrutura de governança assim como o desempenho das firmas, e que consequentemente redirecionariam suas ações futuras.

Há vários métodos utilizados na literatura para reduzir este problema, buscando uma relação exógena entre as variáveis de interesse nos modelos de regressões múltiplas. Neste estudo, seguiu-se o método de Anmann et al. (2011) para realizar um teste robustez no sentido de controlar a heterogeneidade não observável e simultânea na relação entre a governança corporativa, estrutura de capital e o desempenho. Para isso, em primeiro lugar as variáveis dualidade CEO/Presidente do conselho de administração e dualidade CEO/ membro ativo deste conselho foram transformadas em sentido positivo com a governança corporativa, tornando-as variáveis do tipo “quanto maior melhor” em termos de governança para que todas as variáveis

de GC tivessem o mesmo sentido. Em seguida, todas as variáveis – transformadas ou não, foram agrupadas por meio da Análise de Componentes Principais (ACP), o que levou a criação de dois índices de governança: (1) índice que envolve todos os instrumentos relacionados a composição do conselho de administração (CCONS) e; (2) índice que envolve apenas as variáveis que tratam da estrutura do comitê de auditoria (AUDIT).

Outra mudança efetuada no teste de robustez para reduzir a endogeneidade foi a inclusão de variáveis defasadas nos modelos. Portanto, executaram-se as regressões para a estrutura de capital e o desempenho, incluindo além dos dois índices de governança construídos e o *rating* soberano, a defasagem das variáveis dependentes como variáveis explicativas para controlar possíveis relações simultâneas e causalidade reversa.

Na tabela 12 são apresentados os resultados das regressões para as variáveis da estrutura de capital e do desempenho para as empresas latino americanas. Como pode-se observar nas colunas 2 e 3 nenhum dos índices de governança corporativa apresentou uma relação estatisticamente significativa com a alavancagem financeira (ALAV) e o endividamento de longo prazo (DIVLP). Entretanto, na coluna 4, o índice de conselho de administração (CCONS) exerceu um impacto estatisticamente significativo e positivo sobre a dívida de curto prazo (DIVCP) a nível de 1%, indicando uma variação positiva nessa variável quando o CEO não é também o presidente e nem é membro ativo do conselho. Todas as variáveis defasadas incluídas nos modelos mostram que o endividamento do ano anterior influencia positivamente a estrutura de capital do ano corrente. Assim como foi encontrado, esses achados não corroboram com a hipótese 1 para a alavancagem e a dívida em longo prazo, porém, fornecem evidências afirmativas para o endividamento de curto prazo.

Okiro, Aduda e Omoro (2017) encontraram que a composição do conselho de administração afeta positivamente a estrutura de capital das companhias localizadas no Leste da África, e destacaram que a dívida é utilizada por empresas com fraco nível de governança como instrumento para limitar a disponibilidade de fluxo de caixa livre e o comportamento de entrincheiramento dos gestores. Kieschnick e Moussawi (2018) também realizaram um teste de robustez criando um índice que refletia a composição do conselho de administração e apontaram uma relação positiva com a dívida das empresas estadunidenses.

Em relação ao desempenho das empresas da América Latina, pode-se observar nas colunas 5 e 6 que somente a estrutura do comitê de auditoria que influenciou positivamente o retorno sobre ativo (ROA), enquanto nas colunas 9 e 10 o índice de conselho (CCONS), por

sua vez, afetou também de forma positiva o Q de Tobin. Os índices de governança corporativa não apresentaram relação estatisticamente com o retorno sobre o patrimônio líquido (colunas 7 e 8). Em todas as simulações realizadas com a inclusão das variáveis relacionadas a estrutura de capital, a alavancagem (ALAV) impacta negativamente a performance, o endividamento em longo e curto prazo também destroem o ROA e o Q de Tobin, enquanto a relação foi inversa sobre o ROE. Todas as variáveis defasadas mostram que o desempenho do ano anterior impacta de maneira positiva o retorno sobre ativo, sobre o patrimônio e do Q de Tobin do ano corrente.

Quanto ao *rating*, os modelos testados apontam sinal negativo com a alavancagem e o endividamento em longo prazo e positivo com a dívida de curto prazo, indicando que as empresas se endividam mais em curto prazo nos períodos de boa classificação de risco. Durante o período de estudo, observa-se que os países latino americanos vivem em constante variação do *rating* pelas agências, o que as levam a evitar endividamento em longo prazo. Seus impactos no retorno sobre ativo e o Q de Tobin são positivos, enquanto o mesmo não é significativo com o retorno sobre o patrimônio, assemelha-se com os resultados encontrados nos modelos cujas variáveis de governança corporativa foram incluídas separadamente. Em suma, os resultados fornecem evidências que comprovam a hipótese 4 do estudo quando se analisa a relação positiva entre o *rating* soberano e a performance das firmas na América Latina medidos pelo retorno sobre ativo e o Q de Tobin. Todavia, não se pode afirmar o mesmo quando se considera a variável ROE.

De modo geral, esses achados reforçam as proposições da literatura em que a adoção de boas práticas de governança corporativa (Bansal & Sharma, 2016; Turrent & García, 2015; Yang & Zhao, 2014) e uma boa classificação do *rating* soberano (Afonso, Furceri & Gomes, 2012; Shahen & Javid, 2014) pode influenciar positivamente o desempenho das companhias na América Latina. Com a inclusão das variáveis defasadas foi possível observar que o endividamento e o desempenho do ano anterior possuem uma forte relação significativa e positiva com escolha da estrutura de capital e a melhoria da performance no ano corrente.

Tabela 12 - Estrutura de capital, governança corporativa, rating soberano e desempenho - Teste de Robustez

| Variáveis | ALAV | DIVLP | DIVCP | ROA | ROA1 | ROE | ROE1 | Q_Tobin | Q_Tobin1 |
|-------------|--------------------|--------------------|--------------------|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| INV | -0.2436*** | -0.1586*** | 0.0339 | 0.2104*** | 0.1783*** | 0.2371** | 0.2533** | 0.3138 | 0.3234 |
| TAM | 0.0119*** | 0.0175*** | -0.0350*** | -0.0016 | -0.0008 | 0.0006 | 0.0063 | -0.0852*** | -0.0692*** |
| MTB | 0.0093*** | 0.0058*** | 0.0100*** | 0.0042*** | 0.0086*** | 0.0372*** | 0.0324*** | 0.2138*** | 0.2166*** |
| RISK | 0.0007 | 0.0024 | 0.0081 | -0.0084** | -0.0093* | -0.0020 | -0.0074 | -0.0079 | -0.0036 |
| LC | -0.0190*** | 0.0008 | -0.0567*** | 0.0105*** | 0.0023 | -0.0152*** | 0.0015 | 0.0285** | 0.0307** |
| RATS | -0.0030** | -0.0028** | 0.0034** | 0.0004** | 0.0007* | -0.0024 | -0.0022 | 0.0199*** | 0.0193*** |
| CCONS | -0.0022 | -0.0035 | 0.0100*** | 0.0020 | 0.0016 | 0.0013 | -0.0005 | 0.0251** | 0.0235** |
| AUDIT | -0.0041 | -0.0009 | -0.0031 | 0.0054*** | 0.0057*** | 0.0042 | 0.0037 | 0.0109 | 0.0105 |
| D_ALAV | 0.6834*** | | | | | | | | |
| D_DIVLP | | 0.6136*** | | | | | | | |
| D_DIVCP | | | 0.2686*** | | | | | | |
| ALAV | | | | | -0.1287*** | | -0.2650*** | | -0.2157** |
| DIVLP | | | | | -0.0252 | | 0.4546*** | | -0.6130*** |
| DIVLP | | | | | -0.0673*** | | 0.4011*** | | -0.0596** |
| D_ROA | | | | 0.4641*** | 0.3208*** | | | | |
| D_ROE_ | | | | | | 0.3503*** | 0.3361*** | | |
| D_TOBIN | | | | | | | | 0.3149*** | 0.3206*** |
| _Constante | -0.1174** | 4.2508*** | 5.9430*** | 0.0269 | 0.0742** | -3.7867* | -8.3386*** | 9.4884* | 13.0656** |
| Observações | 1638 | 1635 | 1638 | 1624 | 1623 | 1632 | 1631 | 1621 | 1620 |
| Wald | 2547.86 *** | 1818.26 *** | 1106.81 *** | 817.35*** | 948.12*** | 863.84*** | 1029.38*** | 2750.60*** | 2859.83*** |
| LR | 25.49 *** | 29.32 *** | 359.99 *** | 20.22 *** | 63.86 *** | 94.03*** | 89.87 *** | 181.18*** | 154.71 *** |

Fonte: Resultados da Pesquisa.

2.6 Síntese dos principais resultados da análise de regressão

Após a realização da análise de regressão e do teste de robustez dos modelos, as Tabelas 13 e 14 foram elaboradas com o objetivo de sintetizar os resultados principais desta pesquisa. Como era esperado, na Tabela 13 o *rating* soberano apresentou relação positiva em todos os modelos de estrutura de capital e desempenho. De todas as variáveis de governança corporativa, apenas a independência do comitê de auditoria (AUD_IND) teve um impacto negativo na alavancagem e a dívida em longo prazo e positivo com o endividamento em curto prazo.

Em relação ao desempenho, o tamanho do conselho de administração (BSIZE) teve um efeito negativo no ROA e ROE, enquanto o mesmo foi positivo com o Q de Tobin, indicando que o mercado enxerga com bons olhos quando o conselho assume um tamanho maior. Foram encontrados os resultados esperados pelo impacto positivo da existência de comitê de auditoria (AUD_C) e a independência (AUD_IND) do comitê de auditoria na performance, porém os mesmos não foram significativos com o ROE. A dualidade das funções CEO e membro do conselho só teve relação negativa com o valor das firmas. Todas as variáveis de estrutura de capital apontaram efeitos estatisticamente significativos com o desempenho, com destaque para a dívida de longo e curto prazo que afetaram positivamente o retorno sobre o patrimônio líquido.

Tabela 13
Síntese dos resultados da pesquisa (regressão inicial)

| Variáveis dependentes / Independentes | ALAV | | DIVLP | | DIVCP | | ROA | | ROE | | Q de Tobin | |
|---------------------------------------|------|------|-------|------|-------|------|------|------|------|------|------------|------|
| | Esp. | Enc. | Esp. | Enc. | Esp. | Enc. | Esp. | Enc. | Esp. | Enc. | Esp. | Enc. |
| BSIZE | + | | + | | + | | +/- | - | +/- | - | +/- | + |
| AUD_IND | + | - | + | - | + | + | + | + | + | | + | + |
| CGC | + | | + | | + | | + | | + | | + | |
| DCEO | - | | - | | - | | - | | - | | - | - |
| DPCEO | - | | - | | - | | - | | - | | - | |
| AUD_C | + | | + | | + | | + | + | + | + | + | + |
| AUD_EXP | + | | + | | + | | + | | + | | + | |
| ALAV | | | | | | | - | - | - | - | - | - |
| DIVLP | | | | | | | - | - | - | + | - | - |
| DIVCP | | | | | | | - | - | - | + | - | - |
| RATS | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + |

Nota: BSIZE- Tamanho do conselho de administração; AUD_IND – Independência do comitê de auditoria; CGC – Comitê de Governança Corporativa; DCEO – dualidade da funções CEO e membro ativo do conselho de administração; DPCEO – dualidade das funções CEO e presidente do conselho de administração; AUD_C – existência do comitê de auditoria; AUD_EXP – expertise do comitê de auditoria; ALAV – Alavancagem financeira; DIVLP – Dívida em longo prazo; DIVCP – Dívida em curto prazo; RATS – Rating soberano; ROA – retorno sobre ativo; ROE - retorno sobre patrimônio líquido; Esp. – sinal esperado e Enc. Sinal encontrado.

Fonte: Resultados da pesquisa.

A Tabela 14 resume os resultados encontrados pelo teste de robustez, apontando uma relação negativa do índice de governança corporativa (CCONS) com a alavancagem e a dívida em longo prazo, e positiva com o endividamento em curto prazo, conforme encontrado no modelo inicial. Os dois índices (AUDIT e CCONS) se relacionam positivamente com o retorno sobre ativo e o Q de Tobin, e apenas a composição do comitê de auditoria que teve efeito negativo no retorno sobre o patrimônio líquido. O *rating* soberano, assim como as variáveis de estrutura de capital continuam exercendo os mesmos efeitos significativos sobre a performance das empresas. As defasagens de um período de todas as variáveis dependentes incluídas como variáveis explicativas nos seus respectivos modelos apresentaram relação significativa e positiva com as variáveis dependentes.

Tabela 14
Síntese dos resultados da pesquisa (Teste de Robustez)

| Variáveis dependentes / Independentes | ALAV | | DIVLP | | DIVCP | | ROA | | ROE | | Q de Tobin | |
|---------------------------------------|------|------|-------|------|-------|------|------|------|------|------|------------|------|
| | Esp. | Enc. | Esp. | Enc. | Esp. | Enc. | Esp. | Enc. | Esp. | Enc. | Esp. | Enc. |
| AUDIT | + | | + | | + | | + | + | + | - | + | + |
| CCONS | + | - | + | - | + | + | + | + | + | | + | + |
| ALAV | | | | | | | - | - | - | - | - | - |
| DIVLP | | | | | | | - | - | - | + | - | - |
| DIVCP | | | | | | | - | - | - | + | - | - |
| RATS | + | + | + | + | + | + | + | + | + | | + | + |
| D_ALAV | + | + | | | | | | | | | | |
| D_DIVLP | | | + | + | | | | | | | | |
| D_DIVCP | | | | | + | + | | | | | | |
| D_ROA | | | | | | | + | + | | | | |
| D_ROE | | | | | | | | | + | + | | |
| D_TOBIN | | | | | | | | | | | + | + |

Nota: AUDIT - índice da estrutura do comitê de auditoria (Independência do comitê de auditoria; existência do comitê de auditoria e expertise do comitê de auditoria); CCONS - índice da composição do conselho de administração (Tamanho do conselho de administração; o CEO não é membro do conselho de administração; o CEO não é presidente do conselho); ALAV – Alavancagem financeira; DIVLP – Dívida em longo prazo; DIVCP – Dívida em curto prazo; RATS – Rating soberano; ROA – retorno sobre ativo; ROE retorno sobre patrimônio líquido; D_ALAV – Alavancagem defasada; D_DIVLP – Dívida em longo prazo defasada; D_DIVCP – Dívida em curto prazo defasada; D_ROA – retorno sobre ativo defasada; ROE - retorno sobre patrimônio líquido defasada; D_TOBIN – Q de Tobin defasada; Esp. – sinal esperado e Enc. Sinal encontrado.

Fonte: Resultados da pesquisa.

Por fim, a Tabela 15 foi construída para apresentar um panorama sobre os resultados obtidos para cada uma das hipóteses do estudo. Segundo a primeira hipótese (H1), “empresas com boas práticas de governança corporativa tendem a apresentar maior alavancagem”, as evidências encontradas confirmam essa relação apenas para o endividamento em curto prazo, e a rejeitam para a alavancagem financeira e a dívida em longo prazo. Considerando o sentido das variáveis de governança que se relacionam de forma positiva e significativa com o desempenho e o valor das empresas, a segunda hipótese (H2) pôde ser confirmada. Entretanto,

deve-se destacar que o teste robustez rejeita esta alternativa para o retorno sobre patrimônio líquido, acredita-se que essa inversão de sinal pode ser devido a influência positiva da defasagem do ROE.

Tabela 15
Resultados das Hipóteses do estudo

| Hipóteses | Texto da hipótese | Confirmada ou rejeitada na regressão inicial? | Confirmada ou rejeitada no teste de robustez? |
|----------------------|---|---|---|
| H₁ | No cenário de negócios da América Latina, empresas com boas práticas de governança corporativa tendem a apresentar maior alavancagem. | Parcialmente | Confirmada para Dívida de curto prazo |
| H₂ | No cenário de negócios da América Latina, empresas com melhores práticas de governança corporativa tem melhor desempenho. | Sim | Confirmada para ROA e Q de Tobin |
| H₃ | A estrutura de capital medeia a relação entre a governança corporativa e o desempenho das empresas da América Latina. | Sim | Sim |
| H₄ | Há uma relação positiva entre o <i>rating</i> soberano, a alavancagem e o desempenho das empresas da América Latina. | Sim | Sim |

Fonte: Elaborado pelo autor.

A partir das evidências já discutidas tanto na revisão da literatura quanto na análise dos resultados, a inclusão das variáveis de estrutura de capital afeta de forma significativa o nível de impacto da governança corporativa sobre a performance. Baseando na lógica dos trabalhos de Detthamronga et al. (2017) e de Okiro, Aduda e Omoro (2017) pode-se considerar que os achados confirmam a terceira hipótese (H3) conforme elencada na Tabela 15. Por fim, as regressões demostram que as empresas latino americanas são mais alavancadas e apresentam maior desempenho quando seus respectivos países possuem melhor *rating*, corroborando com a quarta hipótese (H4).

2.7 Considerações Finais

Este estudo buscou analisar a relação entre a governança corporativa, a estrutura de capital e o desempenho das empresas latino americanas, considerando a variação do *rating* soberano no período de 2004 a 2018. O resultado das regressões hierárquicas de 3 níveis adotadas mostrou que o nível firma é responsável pela variação na estrutura de capital e no desempenho das companhias da América Latina entre 35% e 65%, enquanto o nível tempo teve maior influência na variação no endividamento de longo prazo e no retorno sobre o ativo. Em

todos os cenários testados, foi observado que o nível país teve maior impacto na variação do endividamento de curto prazo e no Q de Tobin.

Os testes de máxima verossimilhança (LR) e de Wald apresentaram significância estatística indicando que os estimadores da regressão multinível utilizada forneceram melhores estimadores do que os outros métodos tradicionais. Neste aspecto, pode-se dizer que as evidências encontradas explicam a variação nas variáveis de interesse.

A partir dos resultados encontrados, pode-se concluir que na ausência de mecanismos de governança corporativa, o *rating* soberano é um dos fatores não controlados pelos gestores que influência a estrutura de capital das empresas latino americanas. Observou-se que sua relação é significativa e positiva tanto com a alavancagem financeira, quanto com o endividamento de longo e curto prazo, enquanto o mesmo não é significante ao incluir as variáveis de GC, o que poderia estar indicando que a adoção de mecanismos de governança minimiza a influência do *rating* soberano no endividamento das firmas. Percebe-se que as firmas são menos alavancadas quando há presença de mais membros independentes no comitê de auditoria. Todas as variáveis de controle mostraram-se coerentes com a literatura, indicando que a escolha da estrutura de capital é mais influenciada por aspectos relacionados às características das companhias.

Encontrou-se que o *rating* soberano se relaciona de forma positiva com o retorno sobre ativo em todos os cenários simulados, porém, o mesmo não exerce influência significativa no retorno sobre o patrimônio mesmo com a adoção de mecanismos de GC. No que diz respeito as variáveis de governança corporativa, se, por um lado, o tamanho do conselho reduziu o ROA e o ROE, a existência (AUD_C) e a independência (IND_C) do comitê de auditoria exerceram impactos positivos nas duas variáveis. Com a inclusão da estrutura de capital, foi possível observar que os ativos são menos rentáveis quando elas são mais endividadas. Em relação ao retorno sobre o patrimônio líquido, se a alavancagem financeira o influencia negativamente, sua relação com os níveis de endividamento em longo e curto prazo é positiva. Cabe destacar que ao incluir as variáveis de estrutura de capital no modelo com o retorno sobre ativo, a independência de auditoria deixou de ser significante, indicando que quando as firmas latino americanas são muito endividadas, somente a existência do comitê de auditoria é significativa para melhorar a performance.

A partir dos três cenários simulados, os resultados trouxeram evidências sustentando as premissas da teoria de que em períodos de boa classificação do *rating* soberano as empresas são mais valorizadas, uma vez que a variável apresentou uma relação positiva com o Q de Tobin, independentemente de ter ou não variáveis de governança e da estrutura de capital. Além

do *rating* soberano, as companhias latino americanas são mais valorizadas quando o conselho de administração é grande, e quando existe um comitê de auditoria repleto de membros independentes. O valor das firmas pode ser destruído no caso em que o diretor presidente é também membro do conselho de administração, e quando elas são muito endividadas.

Os achados deste trabalho fornecem evidências que contribuem com literatura financeira abordando fatores controlados e não controlados pelos gestores que influenciam significativamente a estrutura de capital assim como o desempenho das empresas latino americanas. Baseando nos resultados encontrados, pode-se concluir que mecanismos de governança como o comitê de auditoria, assim como a independência deste comitê são fundamentais para validar a qualidade e tornar fidedigna as informações financeiras divulgadas pelas companhias, no intuito de minimizar os problemas de assimetria informacional. Ficou claro que a adoção de boas práticas de governança corporativa é mais relacionada com o Q de Tobin das firmas latino americanas do que com retorno sobre o ativo. Entretanto, devem-se evitar altos níveis de endividamento que podem destruir o valor.

De modo geral é notável que este trabalho atingiu os resultados esperados, ao evidenciar de forma empírica que na América Latina, as empresas são mais alavancadas e possuem maior desempenho quando seus respectivos países são bem classificados pelas agências de *rating*, comprovando a quarta hipótese (H4 - No cenário de negócios da América Latina, empresas com boas práticas de governança corporativa tendem a apresentar maior alavancagem). Há uma relação positiva entre o *rating* soberano, a alavancagem e o desempenho das empresas da América Latina). As evidências confirmam parcialmente a primeira hipótese (H1- No cenário de negócios da América Latina, empresas com boas práticas de governança corporativa tendem a apresentar maior alavancagem) do estudo, ao demonstrar que a independência do comitê de auditoria eleva o endividamento em curto prazo e o diminui em longo prazo e a alavancagem financeira.

As variáveis de governança corporativa que apresentaram impactos positivos no retorno sobre o ativo, o retorno sobre o patrimônio líquido e o Q de Tobin, assim como as relações com os índices criados, comprovam a hipótese 2 (H2), destacando que no cenário de negócios da América Latina, empresas com melhores práticas de governança corporativa possuem melhor desempenho. Ao adicionar as variáveis de endividamento, assim como Okiro, Aduda e Omoro (2015) encontraram-se indícios suficientes para aceitar a hipótese 3 (H3) destacando que a estrutura de capital medeia a relação entre a governança corporativa e o desempenho.

Neste sentido, contribui-se com a literatura fornecendo suporte que pode esclarecer o entendimento sobre a teoria da agência e a assimetria da informação. Por ser pouco utilizada

em trabalhos empíricos no campo de finanças corporativas, o modelo de regressão empregado pode sinalizar aos leitores a veracidade e o nível de confiança dos achados. Como contribuição prática, este estudo pode auxiliar os gestores na escolha de mecanismos de governança que podem ser adotados para aumentar o desempenho e valor dos seus negócios em período de alta percepção de risco, assim como orientar suas decisões estratégicas de endividamento para reduzir os problemas de agência entre os acionistas, credores e os *stakeholders*. Com este estudo, percebe-se a necessidade de que os governos da América Latina atuem no sentido de favorecer um ambiente econômico e político estável para atrair investidores externos e valorizar as empresas de seus respectivos países.

Este trabalho teve algumas limitações dentre as quais pode-se destacar a falta de dados de governança corporativa para os outros países da América Latina, o que pode sinalizar um atraso nesses Estados em relação a adoção de boas práticas de governança. No que diz respeito ao método, não foi considerado o efeito do setor em cada firma localizada em cada país ao longo do tempo, sendo assim, pesquisas futuras podem replicar este estudo utilizando outros métodos que talvez consigam proporcionar resultados mais consistentes, explorar outros aspectos que não foram contemplados, além de observar como o setor influencia a variação da alavancagem e do desempenho, por exemplo. O problema da endogeneidade que não foi totalmente tratado pode ser considerado como uma das limitações do trabalho, sabendo que é um dos grandes desafios dos estudos realizados no campo de finanças corporativas. Uma outra pesquisa poderá investigar este problema nessa relação de forma mais ampla.

Capítulo 3: Governança Corporativa, Estrutura de Capital, Rating Soberano e Desempenho da Firma: Uma Análise em Níveis Nacional e Regional

3.1 Introdução

Em seus estudos, Modigliani e Miller (1958) ressaltam que não existe uma estrutura de capital ótima e que todas as combinações possíveis entre dívida e capital próprio levariam a empresa ao mesmo valor. Isto quer dizer que, segundo eles, o valor da empresa seria independente da forma como a firma é financiada, considerando um mercado perfeito sem impostos, nem custos de falência. Anos depois os próprios autores passaram a considerar que os benefícios fiscais da dívida podem influenciar a estrutura de capital das empresas. A partir das abordagens de Modigliani e Miller (M&M), Jensen e Meckling (1976) e Myers (1977) evidenciaram o problema da agência como uma das imperfeições do mercado que podem afetar as decisões gerenciais.

À luz das lacunas existentes na teoria da firma, Jensen e Meckling (1976) analisaram o conflito de interesses entre acionistas, credores e gestores para desenvolver a teoria da estrutura de propriedade, abordando os custos de agência incorridos pelas empresas em razão da presença de capital de terceiros na estrutura de capital. Neste aspecto, a governança corporativa tornou-se uma peça fundamental para investigar como as práticas gerenciais podem mitigar os conflitos de interesses entre o principal e o agente, acionistas e credores e a expropriação do direto dos acionistas minoritários pelos controladores.

Segundo Myers (1977) a determinação de uma estrutura de capital capaz de agregar valor à empresa e ao mesmo tempo aumentar a riqueza dos acionistas depende da forma pela qual os gestores combinam o capital próprio e de terceiros, assim como a adoção de práticas gerenciais adequadas para melhorar o desempenho da firma. Neste contexto, observam-se vários trabalhos na literatura acerca dos determinantes da estrutura de capital (Harris & Raviv, 1991; Krishnan & Moyer, 1996; Shahar & Manjar, 2018).

A governança corporativa integra a literatura abordando aspectos relacionados à estrutura de propriedade e controle (La Porta et al., 2000; Shleifer & Vishny, 1997; Claessens et al., 2002), compensação aos gestores (Brick et al., 2006; Carvalhal-da-Silva & Chien, 2013), composição do conselho de administração (Harris & Raviv, 2008; Hermalin & Weisbach, 2001; Jackling & Johl, 2009; Yermack, 1996), proteção ao acionista minoritário (Klapper & Love, 2002; La Porta et al., 2000; Mendonça & Terra, 2017) e divulgação das informações (Akhtaruddin, Hossain & Hossain, 2009; Consoni, Colauto & Lima, 2017; Eng & Mak, 2003).

Os estudiosos procuram combinar os mecanismos de governança corporativa e da alavancagem financeira, para melhorar o desempenho e mitigar os conflitos de agência entre as partes interessadas (Jensen, 1986). Neste contexto, vários estudos abordam as relações entre governança corporativa e o desempenho (Buallay, Hamdan & Zureigat, 2017; Buallay, Hamdan & Zureigat, 2017; Connelly et al., 2012; Hossain et al., 2001; Lima et al., 2015), governança corporativa e alavancagem financeira (Jiraporn et al., 2012; Margaritis & Psillak, 2010; Wen et al., 2002) e alavancagem financeira e desempenho das firmas (PAMPLONA et al., 2017; Vithessonthi & Tongurai, 2015).

Na literatura internacional, as opiniões divergem sobre a relação entre os mecanismos de governança corporativa, a alavancagem e o desempenho da firma. Bhagat e Bolton (2008), Connelly et al. (2012) e Elsayed (2007) relatam um impacto positivo da concentração de propriedade, proteção dos acionistas minoritários, compensação dos gestores, independência do conselho, divulgação e da alavancagem sobre o desempenho das empresas. Jackling e Johl (2009) e Yang e Zhao (2014) apontaram uma relação negativa entre mecanismos de GC como a dualidade do CEO e a presença de *outliers* no conselho de administração com a performance das companhias chinesas e indianas.

Detthamronga, Chancharat e Vithessonthi (2017) investigaram a influência de sete (7) mecanismos de GC e da alavancagem financeira no desempenho das empresas na Tailândia, e não encontraram uma associação entre a GC e o desempenho das companhias, porém a alavancagem afetou positivamente o desempenho. Usando os índices de Gompers, Ishii e Metrick (GIM, 2003) e de Bebchuk, Cohen e Ferrell (BCF, 2004), Bhagat e Bolton (2008) investigaram as inter-relações entre governança corporativa, estrutura de capital e desempenho das empresas americanas. Os autores encontraram evidências de que as firmas que adotam os índices de governança corporativa de GIM e de BCF conseguem aumentar o desempenho.

No Brasil, observa-se que grande parte da literatura que envolve a governança corporativa, investiga de forma separada a relação entre composição do conselho de administração, concentração de propriedade, proteção dos acionistas minoritários, transparência e desempenho (Catapam et al., 2013; Fonseca et al., 2016; Lima et al., 2015) e alavancagem Financeira e desempenho (Silva et al., 2007; Silva et al., 2010). Poucos são os estudos que versam sobre a relação entre Governança Corporativa, Estrutura de capital e Desempenho de forma combinada (Pinheiro et. al., 2017; Vieira et al., 2011).

Percebe-se que tanto na literatura internacional quanto no Brasil, existe uma lacuna a respeito de fatores externos que podem influenciar a relação entre governança, desempenho e alavancagem. Shaheen e Javid (2014) destacam que o *rating* de crédito produzido pelas

agências Standard's & Poor, Fitch Rating e Moody's Investors, assume um papel importante na tomada de decisão de emissores, investidores, intermediários e das instituições financeiras. Ademais, observa-se que variáveis de governança, como os direitos dos acionistas, a dualidade do CEO, composição e tamanho do conselho, divulgação e a reputação da auditoria entre outros são utilizados para investigar a relação com o *rating*, a estrutura de capital e o desempenho das firmas (Alali, Anandarajan & Jiang, 2012; Kizildag, Altin & Ozdemir, 2016; Murcia et. al., 2014). Além disso, observa-se que alguns estudos têm abordado a relação entre o *rating* e o desempenho das empresas (Klotzle et al., 2016; Pauli, 2008) e o *rating* e a governança corporativa (Weber, 2006; Ashbaugh, Collins & LaFond, 2006).

Além da análise destes importantes constructos para o Brasil, percebe-se uma carência de estudos a nível regional que tratem dos mesmos aspectos, mas considerando as particularidades de cada região brasileira. Indagou-se neste estudo, como a governança, a estrutura de capital e o desempenho das firmas difere entre as regiões do Brasil. Não foi encontrado nenhum estudo no Brasil com esta abordagem regional. O estudo de Lu, Xu e Liu (2009) serviu de inspiração neste sentido, pois trouxe uma análise da governança corporativa e da internacionalização subdividida entre as regiões da China. Lu, Xu e Liu (2009) encontraram diferenças significativas entre as firmas que possuem negócios nas regiões costeiras e no centro do país, ressaltando que a dimensão regional influencia significativamente as estratégias de governança para aumentar a exportação.

O trabalho de Lu, Xu e Liu (2009) apresenta indícios de que há necessidade de considerar o impacto do nível regional, e serve de inspiração para verificar se seria possível observar essa diferença no Brasil tendo em vista a relação entre a governança corporativa, a alavancagem e o desempenho das companhias que possuem atividades nas mesorregiões delineadas pelo Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Uberlândia que engloba o Triângulo Mineiro e do Alto Paranaíba (TMAP) e do Sul de Goiás.

Nos últimos anos, observa-se que o Brasil passou por várias mudanças na classificação das agências, e isso tem causado impactos significativos no mercado brasileiro conforme apontado o relatório financeiro do Banco Central publicado em 2017. Neste contexto de instabilidade política e econômica que levou ao rebaixamento do *rating* do país, pergunta-se como a adoção de boas práticas de governança corporativa influenciou a alavancagem e o desempenho das empresas brasileiras listadas na B3? Será que há diferenças nessa relação entre as firmas que são ativas e não ativas nas mesorregiões do TMAP e sul de Goiás? Sendo assim, este trabalho tem-se por objetivo analisar a relação entre a governança corporativa, a alavancagem financeira e o desempenho das empresas brasileiras, assim como daquelas ativas

e não ativas no Triângulo Mineiro e do Alto Paranaíba e do Sul de Goiás, diante das variações do *rating* do Brasil no período de 2010 a 2017.

Este trabalho corrobora com a literatura nos seguintes aspectos: 1) investiga de forma integrada os impactos individuais e globais (agregados em um índice) de sete (7) mecanismos de governança corporativa e da alavancagem financeira sobre o desempenho das empresas; 2) oferece uma visão ampla dessa relação englobando os efeitos do *rating* soberano, que é pouco explorado na literatura, considerando que geralmente as pesquisas versam sobre o *rating* corporativo, 3) apresenta as primeiras evidências dessa relação em dimensão regional, com destaque para as mesorregiões do Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba (TMAP) e do Sul de Goiás.

3.2 Fundamentação Teórica

3.2.1 Governança Corporativa

O problema de agência evidenciado por Jensen e Meckling (1976) e Fama e Jensen (1983) é considerado como um dos fatores que afetam o comportamento da firma, e que se volta para os conflitos de interesses que emergem das divergências existentes nas relações entre acionistas, gestores e credores. Esse aspecto estabelece as bases da teoria da agência, e norteia as discussões acerca de implicações dos custos de agência incorridos pelas empresas. A governança corporativa surge como um conjunto de mecanismos que visa mitigar o problema de agência, reduzindo as diferenças no relacionamento entre as partes interessadas, assegurando o retorno aos investidores e melhorando o desempenho corporativo (Shleifer & Vishny, 1997).

Com o avanço da globalização e o crescimento dos mercados, Jensen e Meckling (1976) destacam que os indivíduos estão cada vez mais investindo seus recursos sem ter garantias mínimas de que os gestores trabalham pelos seus interesses. Neste contexto, estudos empíricos abordam o surgimento e a evolução de práticas de governança corporativa (GC) no Brasil e no mundo (La Porta et al., 2000; Leal, Carvalhal & Iervolino, 2015; Shleifer & Vishny, 1997). Na literatura financeira, os pesquisadores investigam mecanismos de GC como estrutura de propriedade e controle, composição do conselho, transparência, remuneração dos gestores e proteção de direitos dos acionistas minoritários (Buallay, Hamdan & Zureigat, 2017; Erhardt, Werbel & Shrader, 2003; Harris & Raviv, 2008).

Shleifer & Vishny (1997) destacam que os mecanismos de governança corporativa que são usados como instrumento para alinhar os interesses dos acionistas e gestores podem afetar a estrutura de capital e o desempenho da firma. Observam-se vários estudos empíricos sobre a

relação entre a governança corporativa e estrutura de capital (Jiraporn et al. 2012; Kieschnick & Moussawi, 2018; Wen et al., 2002), além dos impactos da GC no desempenho da firma (Bhagat & Bolton, 2008; Paniagua, Rivelles & Sapena, 2018) e a relação entre os três fatores (Detthamronga et al., 2017; Margaritis & Psillaki, 2010; Pillai & Al-Malkawi, 2018).

3.2.2 Governança Corporativa e Estrutura de Capital

A relação entre governança corporativa e estrutura de capital começou a ser evidenciada a partir do questionamento das afirmações de Modigliani e Miller (1959) sobre a irrelevância da estrutura de capital e da escolha de endividamento sobre o valor das firmas. Nos primeiros trabalhos realizados por Fama e Miller (1972) e Jensen e Meckling (1976), já se considerava que os custos de agência influenciavam a escolha da estrutura de capital das empresas. A alavancagem financeira tem sido usada em diversas pesquisas para investigar a relação entre a estrutura de capital e a governança corporativa (Jiraporn & Gleason, 2007; Wen, et al., 2002).

Para uma amostra de 7557 observações firmas-anos no período 2001-2004, Jiraporn et al. (2012) utilizaram os padrões de governança corporativa da *Institutional Shareholder Services* (ISS) para investigar a relação entre a qualidade da GC e a estrutura de capital das empresas que adotam a ISS, usando o método dos mínimos quadrados de dois estágios (2SLS) para controlar a endogeneidade. Encontraram as mesmas evidências apontadas por La Porta et al. (2000), mostrando que empresas que adotam práticas de GC mais fracas são mais alavancadas, o que poderia indicar que elas usariam a alavancagem para substituir os mecanismos de GC mais fracos, visando mitigar os conflitos de agência. Os resultados demonstraram que para empresas localizadas em países com GC forte, a composição do conselho, a estrutura de propriedade, a auditoria, a presença estatal e a compensação dos gestores apresentaram uma relação inversa com a alavancagem das empresas.

No Brasil, as pesquisas sobre a relação entre governança corporativa e estrutura de capital são bastante controversas. Fonseca et al. (2016) investigaram as empresas brasileiras listadas e concluíram que a adesão aos níveis diferenciados de GC da BM&F Bovespa afeta positivamente a alavancagem das firmas. Por sua vez, Silva et al. (2010) encontraram uma associação negativa entre a GC e o endividamento, indicando que a adoção das práticas de GC aumenta o valor das firmas do setor elétrico e as incentivam a priorizar recursos internos para financiar seus investimentos. Sob a mesma linha, Silva et al. (2007) analisaram a relação entre a GC e a estrutura de capital em 176 companhias do setor manufatureiro, e encontraram um efeito negativo e significativo da composição do conselho no endividamento quando o presidente do conselho é um *outsider*, e um efeito positivo nos casos em que o CEO tem participação nos lucros.

As evidências apresentadas sinalizam que a adoção de práticas de governança corporativa pode influenciar alavancagem da firma. Neste contexto, assim como foi encontrado por Fonseca et al. (2016) em que a adesão a melhores práticas de governança corporativa pode incentivar o endividamento da firma, o presente estudo supõe que os mecanismos de GC podem influenciar de forma positiva a alavancagem das empresas. Para verificar isso, formula-se a seguinte hipótese:

H1: Há uma relação positiva entre a governança corporativa e a alavancagem das empresas brasileiras listadas na B3.

3.2.3 Governança corporativa e desempenho

Jensen e Meckling (1976) ressaltam que as firmas procuram uma estrutura que minimize os custos de agência e reduza as divergências entre acionistas e gestores, aumentando a performance. Evidências empíricas comprovam que a adoção de boas práticas de governança corporativa afeta positivamente o desempenho das companhias (Catapan, Colauto & Barros, 2013; Mak & Kusnadi, 1998; Paniagua, Rivelles & Sapena, 2018; Pillai & Al-Malkawi; 2018).

Investigando a relação entre o regime jurídico e o valor de mercado de 371 companhias hospedadas em 27 economias, La Porta et al., (2000) destacam que empresas que atuam em países que oferecem melhor proteção dos direitos dos acionistas minoritários (regime de Lei Comum) tendem a ser mais valorizadas, ao contrário daquelas que evoluem em mercados com baixa proteção legal (regime de Lei Civil), em que são suscetíveis à expropriação dos direitos.

Em uma amostra de 349 companhias listadas na bolsa de valores dos países membros do conselho do golfo – no Oriente Médio -, Pillai e Al-Malkawi (2018) utilizaram o método dos Mínimos Quadrados Generalizados (MGQ), e encontraram um impacto significativo dos mecanismos de GC como participação governamental, reputação da auditoria, tamanho do conselho, e da alavancagem no desempenho das empresas. Usando o Q de Tobin, Mak e Kusnadi (1998) descobriram um impacto negativo do tamanho do conselho no desempenho das firmas listadas nas bolsas de Singapura e Malásia.

No Brasil, Catapan, Colauto e Barros (2013) usaram o método proposto por Carvalhal-da-Silva e Leal (2005) para investigar essa relação, porém, não encontraram nenhum efeito significativo dos mecanismos de GC no desempenho das empresas listadas na BM&F Bovespa. Dal Vesco e Beuren (2016) utilizam o retorno sobre patrimônio (ROE) e o Q de Tobin, para estudar a relação entre o desempenho e a composição do conselho de 1163 firmas brasileiras. Os autores constataram que nenhuma das variáveis do conselho influenciou o Q de Tobin, porém, apresentaram indícios de uma relação negativa entre independência do conselho,

dualidade do CEO, presença de conselheiros profissionais, *outsider* e *interlocking* no desempenho das firmas medido pelo retorno sobre o patrimônio.

Essas pesquisas apontam uma relação entre a adoção de melhores práticas de GC e o desempenho das firmas. Dado que os mecanismos de GC são importantes para reduzir os problemas de agência e, portanto, tendem a influenciar positivamente o desempenho da firma, espera-se uma relação conforme destacado na hipótese seguinte:

H2: Há uma relação positiva entre os mecanismos de governança corporativa e o desempenho das empresas brasileiras listadas na B3.

3.2.4 Governança corporativa, estrutura de capital e desempenho

Os aspectos já abordados revelam que a governança corporativa assume uma posição de destaque na literatura, em que seus mecanismos influenciam tanto a estrutura de capital, quanto o desempenho das firmas. Nas perspectivas da teoria de agência (Fama & Jensen, 1983; Jensen & Meckling, 1976) e da teoria da estrutura de capital (Harris & Raviv, 1991; Myers, 1977) encontram-se evidências de que as organizações continuam buscando uma estrutura corporativa que proporcione a redução dos conflitos de interesses entre acionistas, gestores e *stakeholders*, aumentando o valor dos seus negócios. Observa-se uma evolução das discussões a respeito da relação entre a governança corporativa, a estrutura de capital e o desempenho das firmas (Detthamronga et al., 2017; Margaritis & Psillaki, 2010).

Com um painel de 493 empresas listadas na bolsa de valores da Tailândia, Detthamronga et al., (2017) estudaram as relações entre governança corporativa, alavancagem financeira e desempenho, usando o Método dos Momentos Generalizados (GMM). Os autores descobriram que não houve impacto do tamanho e independência do conselho, tamanho do comitê de auditoria, presença feminina na diretoria, dualidade do CEO, concentração de propriedade e reputação da auditoria sobre a alavancagem e desempenho das firmas medido pelo ROE. Mas, encontraram que a alavancagem medeia parcialmente o efeito do tamanho do comitê de auditoria no desempenho das grandes empresas.

Neste sentido, diante das evidências empíricas apresentadas, pode-se inferir que empresas que adotam melhores práticas de GC são mais alavancadas, em consequência conseguem aumentar a performance. Sendo assim, espera-se neste estudo uma relação positiva entre governança corporativa, alavancagem financeira e o desempenho das companhias brasileiras. Para compreender esta relação, formulou-se a seguinte hipótese:

H3: A alavancagem medeia a relação entre a governança corporativa e o desempenho das empresas brasileiras listadas na B3.

3.2.5 Governança corporativa e o rating

Com o crescimento dos mercados financeiros e o avanço da globalização, o fluxo de capital se intensificou para além das fronteiras nacionais, em consequência, as empresas se encontram em um cenário que impacta seu ambiente interno. Mokhova e Zinecker (2013) destacam que as firmas estão sujeitas ao clima externo caracterizado pelas condições macroeconômicas e de mercado (inflação, taxa de juros, crescimento do PIB, disponibilidade de crédito e o *rating*). Shleifer e Vishny (1997) destacam que as pessoas estão investindo sem ter garantia clara de que receberão o retorno sobre seus investimentos. Neste contexto, Cantor e Packer (1996) levantam o problema de assimetria da informação, como a causa principal que favoreceu o surgimento das agências de *rating* visando atender a essa necessidade do mercado.

Segundo Cantor e Packer (1996), as agências de *rating* se consolidaram no cenário global como entidades especializadas na produção e divulgação da qualidade do crédito de empresas e estados soberanos. Elas se baseiam em metodologias próprias para atribuir uma nota em uma escala que reflete a capacidade e o desejo de um credor em honrar seus compromissos a tempo e também seu grau de risco de inadimplência (Cantor e Packer, 1996; White, 2010). De 1906 até os dias de hoje, o processo de consolidação das agências de *rating* possibilitou a criação de dezenas de entidades espalhadas pelo mundo, produzindo relatórios de classificação de risco. Entretanto, Standard & Poor's (S&P), Moody's Investors e Fitch Rating se destacaram e se firmaram no sistema financeiro internacional como as principais agências de classificação do grau de risco para empresas e estados soberanos.

Essa posição de destaque conquistada pelas agências de *rating* no sistema financeiro internacional, concedeu a elas um espaço na literatura alimentado pelos debates a respeito da implicação das classificações emitidas no ambiente empresarial e governamental. Neste aspecto, encontram-se diversos estudos que investigam a relação entre o *rating* corporativo e governança corporativa (Alali, Anandarajan & Jiang, 2012; Ashbaugh, Collins & LaFond, 2006), *rating* e desempenho da firma (Shaheen & Javid, 2014), estrutura de capital e o *rating* soberano (Klotzle et al., 2016; Mokhova & Zinecker, 2013).

3.2.5.1 Governança corporativa, alavancagem, rating soberano e desempenho

Os estudos que investigam a relação entre governança corporativa e *rating* soberano, surgem a partir das críticas feitas por Myers (1977) sobre a irrelevância da estrutura de capital, destacando que as imperfeições do mercado podem influenciar a escolha da forma de endividamento das firmas. No cenário global, observa-se que as empresas que têm necessidade de capital de terceiros e que evoluem em mercados ilíquidos, se lançam no sistema financeiro

internacional em busca de financiamento estrangeiro para investir na extensão dos seus negócios, para aumentar o desempenho e reduzir o custo capital. Neste contexto, o problema de assimetria da informação tornou-se um aspecto importante na decisão de investimento dos investidores estrangeiros, que não possuem conhecimento a respeito das condições financeiras dos tomadores e dos países nos quais hospedam (Cantor & Packer, 1996).

Para auxiliar os investidores na escolha do país para investir seus recursos, Cantor e Packer (1996) e Canuto e Santos (2002) destacam que as agências de *rating* avaliam o grau de risco de estados soberanos considerando fatores macroeconômicos que refletem a estabilidade econômica, política e social para determinar a capacidade e o desejo dos credores em honrar suas obrigações. Geralmente o *rating* soberano é considerado como um determinante do risco país usado para definir o custo de capital e o prêmio de risco pelas instituições financeiras no mercado internacional (Chee, Fah & Nassir, 2015). Observa-se na literatura que poucos trabalhos abordam a relação entre o *rating* soberano e a governança corporativa, assim como entre rating soberano e a estrutura de capital (Kiotzle et al., 2016; Mokhova & Zinecker, 2013).

Mokhova & Zinecker (2013) investigam a relação entre estrutura de capital, o desempenho e o *rating* soberano emitido pela Moody's e a Standard & Poor's em 369 empresas localizadas na República Tcheca, Eslovênia, Polônia e Hungria no período 2005 – 2011. Os autores descobriram que as características do país e da empresa influenciam a relação entre a estrutura de capital, o desempenho e o *rating* soberano. Kiotzle et al., (2016) analisaram os impactos do *rating* soberano no desempenho das ações de nove empresas estatais brasileiras. Os autores descobriram que uma alta (*upgrade*) ou uma baixa (*downgrade*) no *rating* do país influencia o retorno das empresas, entretanto, ao considerar o retorno anormal acumulado, perceberam que o anúncio de *downgrade* influencia fortemente o mercado de capitais.

Percebe-se que o *rating* soberano é um fator importante que influencia o desempenho e a estrutura de capital das empresas e deve ser considerado pelas ações gerenciais, uma vez que as firmas estão sujeitas aos impactos da classificação de risco das agências de *rating*. Espera-se que o *rating* do Brasil influencie positivamente a estrutura de capital e o desempenho das empresas. Sendo assim, formulou-se a seguinte hipótese:

H4: A melhoria do *rating* soberano do Brasil influencia positivamente a alavancagem e o desempenho das empresas.

3.2.6 Evidências para as empresas que atuam nas mesorregiões do Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba e no Sul de Goiás

Além de estudar a relação entre a governança corporativa, estrutura de capital, *rating* soberano e desempenho em nível nacional, faz-se necessário uma abordagem com dimensão regional para verificar se há diferenças em termos de mecanismos de governança que podem influenciar alavancagem e performance entre as companhias que atuam nas mesorregiões do Triângulo Mineiro, do Alto Paranaíba e do Sul do Goiás, e daquelas que não possuem atividade nestas áreas. Nesta subseção destaca-se o interesse pelos aspectos regionais ao redor do mundo, no Brasil e em Minas Gerais, além disso, ressalta-se a razão pela qual poderia haver uma diferença significativa nessa relação entre as variáveis e o por que a escolha específica dessas mesorregiões, em vez das outras considerando a dimensão continental do Brasil.

3.2.6.1 A desigualdade econômica no contexto regional

O interesse pelo aspecto regional não é um assunto novo na literatura. As consequências da segunda guerra mundial e as crises subsequentes levantaram o interesse das nações em busca de instrumentos que permitissem resolver os problemas de desigualdade econômica existentes entre e dentro das nações (Diniz, 2001; Nasser, 2000). A elaboração de políticas públicas, assim como a criação de entidades e mecanismos de políticas regionais foram as alternativas encontradas pelos líderes norte americanos e europeus para a homogeneização territorial do desenvolvimento econômico. Neste contexto, Diniz (2001, p. 1) destacou projetos como os da generalização do planejamento regional nos Estados Unidos, as políticas que visavam a desconcentração industrial no Reino Unido, os planos de distribuição territorial e a criação dos pólos de desenvolvimento na França, os programas de desenvolvimento das fronteiras e de descongestionamento que foram adotados na Alemanha, o surgimento da *Casa Del Mezzogiorno* assim como as políticas de desenvolvimento no Sul da Itália e dos planos de desenvolvimento dos Urais e da Sibéria na União Soviética, entre outros, foram ações que objetivavam reduzir as desigualdades econômicas e sociais nesses países.

Como pode-se observar nos trabalhos de Monteiro, Castro e Brandão (2017) e Macedo e Porto (2018) o desequilíbrio do desenvolvimento econômico também era uma das preocupações dos governos brasileiros, que precisavam resolver o problema da desigualdade na distribuição de renda em um país com essa dimensão continental. Durante décadas, o cenário econômico do Brasil foi caracterizado pela concentração do desenvolvimento econômico, em que a maior parte das riquezas era concentrada nas regiões Sul e Sudeste, principalmente em São Paulo e no Rio de Janeiro que hospedaram os grandes centros industriais do país, enquanto

isso a região Norte e Nordeste eram dominadas pela pobreza. Diante deste quadro, assim como tem acontecido nos Estados Unidos e na Europa, a elaboração de políticas públicas e a criação de instrumentos de desenvolvimento regional também foram os mecanismos adotados pelos governos para tentar corrigir esta situação.

Este contexto de desigualdade econômico-regional no nível internacional e nacional, também foi observado no estado de Minas Gerais, e foi objeto de estudo realizados em perspectivas diferentes (Cardoso & Ribeiro, 2015; Guimarães, 2010²; Marinho & Ferreira, 2018; Oliveira, 2017). A desigualdade do crescimento econômico no estado foi caracterizada pela concentração das políticas públicas de desenvolvimento na capital mineira e nas cidades localizadas nas redondezas, enquanto as regiões norte e sudeste foram desprezadas pelos governos que não adotaram políticas para incentivar os investimentos naquelas áreas (Diniz & Boschi, 2002). Entretanto, o esforço para corrigir esta situação não foi em grande parte devido ao processo de combate à desigualdade econômica elaborado pelo próprio Estado. Como exemplo pode-se considerar a região do Triângulo Mineiro que devido a sua posição estratégica foi beneficiada pelo plano de desenvolvimento poligonal do Brasil evidenciado por Diniz (1993) que visava expandir o crescimento industrial para a macrorregião limitada pelo centro de Minas Gerais, pelo nordeste do Rio Grande do Sul e pelo interior de São Paulo.

Segundo Guimarães (2010), décadas depois da emancipação da região do Triângulo Mineiro, o governo de Minas Gerais passou a elaborar e implementar políticas públicas através da criação de instituições que visavam reduzir as desigualdades econômicas e sociais no estado. Foi a partir de 1976 com a Fundação João Pinheiro que as ações começaram a ser concretizadas, com a divisão do espaço estadual em 12 mesorregiões³ segundo a semelhança das áreas em aspectos econômicos, sociais e culturais. A implementação destas políticas foram acompanhadas por ações dos governos que objetivam incentivar a industrialização das regiões buscando assim, atrairindo instalação de novas indústrias como uma forma de alavancar o desenvolvimento econômico e reduzir as desigualdades no território.

3.2.6.2 O protagonismo da mesorregião do Triângulo Mineiro e do Alto Paranaíba no desenvolvimento econômico de Minas Gerais e do Brasil

Tratada com desprezo por muitas décadas pelos governos de Minas Gerais, a mesorregião do Triângulo Mineiro e do Alto Paranaíba (TMAP) foi emancipada em um contexto histórico em o que o governo federal preconizava suas políticas de desconcentração

² Ver Guimarães (2010) para saber dos aspectos históricos sobre a emancipação regional no estado de Minas Gerais.

³ Ver Oliveira (2017) em <Dinâmica Socioeconômica da Mesorregião TMAP>

industrial da grande São Paulo (Guimarães, 2010). De acordo com Diniz e Boschi (2002) a expansão das infraestruturas ferroviárias, rodoviárias e aeroportuários dentro dos esforços de interligar os grandes centros industriais do Sudeste com a nova capital brasileira e as demais áreas áridas foram vantajosos para a mesorregião do TMAP que se beneficiou dessa política nacional em razão de sua posição estratégica e do seu potencial econômico. Essa movimentação permitiu a valorização do potencial agropecuário, que levou a implantação de várias empresas de produção e de transformação industriais nas cidades de Uberaba, Uberlândia e de Araguari principalmente.

Com a emancipação da mesorregião do TMAP e a desigualdade econômica em Minas Gerais, surgiu-se a necessidade de adotar políticas públicas que visavam estabelecer o equilíbrio do crescimento econômico entre as regiões do estado. Neste contexto, Guimarães (2010) destacou que a divisão do estado em mesorregiões que foi realizada durante o governo de João Pinheiro em 1976 foi uma das medidas preconizadas para tentar homogeneizar o desenvolvimento econômico no território mineiro. Com isso, muitos investimentos em infraestruturas públicas foram realizados, além de incentivos fiscais oferecidos pelos governos para impulsionar o desenvolvimento industrial nas mesorregiões (Diniz & Boschi, 2002; Guimarães, 2010).

As políticas de desenvolvimento regional adotadas pelos governos, permitiu que a mesorregião do TMAP destacasse o seu protagonismo como a segunda área mais importante economicamente do estado. Sua proximidade com os estados de São Paulo e de Goiás e o Distrito Federal permitiu que ela se tornasse um ponto estratégico em termo de logística e de comércio. Analisando a evolução do produto interior bruto (PIB) de Minas Gerais entre 2002 e 2014, Oliveira (2017) mostra que em média a mesorregião apresentou um crescimento do PIB maior do que o próprio estado e do Brasil no período, e a mesma contribuiu fortemente para o desenvolvimento econômico de Minas Gerais e do país. Uma prova de que esse crescimento não foi artificial pode ser encontrada no estudo realizado por Cardoso e Ribeiro (2015) mostrando que depois da região metropolitana de Belo Horizonte, os municípios do TMAP apresentam melhor índice de qualidade de vida ao se considerar aspectos como acesso a serviços públicos, saúde, lazer, cultura, infraestrutura social, condições habitacionais e desigualdade de renda.

A partir das evidências apresentadas pode-se destacar que esse protagonismo assumido pela mesorregião do Triângulo Mineiro e do Alto Paranaíba é fruto de um longo processo de industrialização pela exploração de seus potenciais agropecuários e de suas externalidades que favorece crescimento e o desenvolvimento econômico do estado de Minas Gerais.

3.2.6.3 Governança corporativa, Estrutura de capital, rating soberano e desempenho das empresas do TMAP e do Sul de Goiás

Como foi discutido por Guimarães (2010), não se pode afirmar que a adoção de políticas públicas para reduzir a desigualdade entre as regiões no Brasil e em Minas Gerais por si só foi responsável pelo desenvolvimento econômico no Triângulo Mineiro e do Alto Paranaíba, uma vez que a chegada das grandes indústrias de produção e transformação agropecuária para aquela área foi fundamental para a geração de emprego e renda, favorecendo o crescimento de centros urbanos como Catalão, Uberaba, Uberlândia, Araguari, Araxá, Patos de Minas entre outros.

O interesse em pesquisar como os mecanismos de governança corporativa e o *rating* soberano influenciam a alavancagem e o desempenho das companhias que atuam na região, surgiu a partir dos dados econômicos publicados recentemente pela Junta Comercial do Estado de Minas Gerais (JUCEMG) mostrando que apenas em 2018 aquela área possibilitou a chegada e a criação de novas firmas, em um período em que o Brasil tem vivido condições políticas e econômicas difíceis. O relatório publicado pela instituição mostra que apenas em 2018, enquanto nas outras regiões do país têm-se observado o fechamento de empresas, deslistagens na bolsa de valores, no TMAP o movimento seguiu-se no sentido contrário, em que foi registrada abertura de mais de 1843 novas empresas, a maior companhia de telecomunicação da região realizou a oferta pública de suas ações. Essa dinâmica se refletiu no crescimento do produto interior bruto da mesorregião que também seguiu a mesma tendência positiva enquanto o estado de Minas e o Brasil registraram crescimento relativamente baixo.

Segundo Oliveira (2017) o Produto Interno Bruto é considerado como um indicador fundamental que indica a dinâmica econômica, refletindo a produção de bens e serviços finais em uma determinada unidade de área. A partir desta abordagem, pode-se inferir o crescimento econômico no TMAP em grande parte é devido ao desempenho das empresas que nela atuam. Neste contexto, deve-se considerar que o Brasil viveu em um cenário de baixo crescimento e de alta percepção de risco no período de 2015 e 2017 que se resultou no rebaixamento do *rating* soberano. Sendo assim, faz-se necessário investigar quais mecanismos de governança corporativa que poderiam explicar a variação no endividamento e na performance das companhias que desenvolvem suas atividades dentro do espaço territorial do Triângulo mineiro e do Alto Paranaíba, incluindo o Sul de Goiás.

Esta investigação se justifica pelo fato de que ainda não há trabalho no campo da gestão de negócios, principalmente na área de finanças que estuda este aspecto em dimensão regional para as empresas que atuam no TMAP. Pretende-se buscar evidências empíricas que possam contribuir para a construção do conhecimento, e ao mesmo tempo orientar as empresas que

atuam na mesorregião sobre os mecanismos de governança corporativa que podem ser usados para aumentar o valor e o desempenho em período de rebaixamento do *rating* Brasil. Além disso, espera-se explorar se há diferenças no impacto dos mecanismos de governança e do *rating* soberano na alavancagem e no desempenho entre as companhias ativas e não ativas nas mesorregiões citadas.

3.3 Metodologia

3.3.1 Amostra e fonte de dados

Neste trabalho utilizou-se uma amostra de 671 empresas brasileiras não financeiras listadas na B3 no período de 2010 a 2017. Para estudar o nível regional, a amostra foi dividida em duas sub-amostras. Isso foi feito por meio da pesquisa no sítio eletrônico de cada uma das 671 firmas para verificar se elas possuíam negócios no Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba e no Sul de Goiás. O critério de verificação consistiu na firma manter pelo menos uma sede e/ou uma loja, uma planta, um subsídio ou um representante nas regiões citadas. Chegou-se então a duas sub-amostras: a primeira composta por 116 companhias com qualquer tipo de relação no TMAP e Sul de Goiás e a segunda composta por 555 companhias sem nenhum tipo de relação com as mesorregiões de interesse.

O período iniciou-se em 2010, porque a partir deste ano, as companhias começaram a adotar os padrões da *International Financial Reporting Standards* (IFRS) em seus relatórios financeiros. Além disso, observa-se que o *rating* soberano do Brasil passou por várias mudanças nesse intervalo de tempo. As informações financeiras foram extraídas da base de dados Economática®. O tratamento dos dados envolveu a exclusão das empresas financeiras e de seguros devido às suas particularidades contábeis. Os dados sobre a governança corporativa foram levantados manualmente por meio dos Formulários de Referência divulgados pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Os dados sobre o *rating* soberano do Brasil emitidos pela Standards & Poor, Fitch Rating e Moody's Investor, foram extraídos do site do Tesouro Direto do Brasil.

3.3.2 Variáveis do estudo

As pesquisas de Detthamronga et al., (2017) e de Lefort e Urzia (2008) serviram como base para a escolha das variáveis deste estudo. A inclusão da variável do *rating* soberano se baseou

na investigação de Klotzle et. al. (2016) que observou seus efeitos no valor das empresas estatais brasileiras.

Para testar as hipóteses 1 – 4 da pesquisa, assim como Detthamronga et al., (2017) escolheu-se o retorno sobre ativo (ROA), retorno sobre patrimônio líquido (ROE) e o Q de Tobin (Q_Tobin) como variáveis dependentes. Para mensurar o desempenho das empresas brasileiras, seguiu-se o critério de Bastos e Nakamura (2009) e de Pamploma, Magro e Silva (2017), medindo o ROA pela razão entre lucro líquido e o ativo total, enquanto o ROE foi medido dividindo o lucro líquido pelo patrimônio líquido.

Nesta pesquisa usou-se como variáveis independentes, a alavancagem financeira e sete variáveis de governança corporativa baseadas nos trabalhos de Detthamronga et al, (2017), Lefort e Urzia (2008) e Del Vesco e Beuren (2016). Para o *rating* soberano do Brasil baseou-se nas pesquisas de Klotzle et. al. (2016) e Murcia et al. (2014). Consistente com a literatura, foram incluídas algumas variáveis para controlar os efeitos das características das firmas. As variáveis independentes e de controle usadas no trabalho, foram as seguintes:

i) *Rating* soberano (RAT_S): está relacionado a qualidade de crédito do Brasil. Como a classificação emitida pelas agências segue uma escala nominal, seguindo Klotzle et. al. (2016), a categorizamos numericamente em ordem decrescente, de maneira que 21 representa a melhor nota e 1 a pior. Para chegar-se a uma nota no ano, calculamos a média aritmética das últimas notas atribuídas ao país pelas três agências no período de 2010 – 2017.

ii) Tamanho do Conselho (TAM_COS): Detthamronga, et al. (2017) ressaltam que um conselho de administração grande pode trazer mais conhecimento e experiência de mercado para a empresa, além de melhorar a capacidade dos diretores em controlar os gestores. A variável é medida pelo número de membros presente no conselho de administração.

iii) Independência do Conselho (INDE): a presença de um diretor independente é um fator importante para o monitoramento das ações dos gestores, ao mesmo tempo, é um sinal positivo para atrair capital de terceiros. Detthamronga et al., (2017) ressaltam que a presença de diretores independentes no conselho pode melhorar o desempenho da empresa. A variável é calculada pela proporção de conselheiros independentes no conselho de administração.

iv) Reputação da auditoria (REPU): para reduzir os problemas de assimetria da informação e melhorar a imagem no mercado, a reputação do auditor independente é um aspecto importante. Segundo Detthamronga et al. (2017) quando a empresa é auditada por um dos quatro maiores auditores, ela pode conquistar a confiança do mercado, minimizando o

problema de agência e melhorando o seu desempenho. Criou-se uma variável dummy que assume o valor 1 se a auditoria independente é uma das quatro auditadoras mais reconhecidas mundialmente, 0 no caso contrário, variável que a literatura chama de Big 4.

v) Concentração de propriedade (CONC): a concentração de propriedade pode influenciar negativamente a performance das empresas, nos casos em que as decisões podem ser tomadas no sentido de satisfazer o desejo dos acionistas controladores. No entanto, a propriedade dispersa pode dificultar as decisões estratégicas que podem ser favoráveis à empresa (Jensen & Meckling, 1976; Prowse, 1992). Mediú-se a concentração de propriedade e controle pelo percentual de ações detidas pelos três maiores acionistas.

vi) Dualidade do CEO (*Chief Executive Officer*), (DUA_CEO): representa o caso em que o CEO e o presidente do conselho de administração são a mesma pessoa, o que é considerado como um aspecto negativo para a empresa, uma vez que pode gerar conflitos de interesse, devido a possível comportamento oportunista por parte do CEO, aproveitando-se do acesso as informações privilegiadas (Bhagat & Bolton, 2008). Sendo assim, construiu-se uma variável dummy que assume 1 se o CEO é também presidente do conselho, 0 no caso contrário.

vii) Profissionais (PROF): na perspectiva da teoria da agência, em casos extremos, os acionistas controladores podem decidir por conta própria, votar em diretores independentes para resolver os conflitos de interesse e aumentar o valor da empresa. Neste aspecto, Lefort e Urzúa (2008) consideram os profissionais como conselheiros independentes que foram eleitos pelos votos dos acionistas controladores. A presença de profissionais no conselho é medida pela diferença entre a proporção de diretores independentes e a proporção de *outsiders*.

viii) Outsider (OUT): um dos mecanismos de controle gerencial para reduzir o problema de assimetria da informação e mitigar os conflitos de interesses entre gestores e acionistas é a inclusão de diretores *outsiders* no conselho. Lefort e Urzúa (2008) demostram que o aumento da proporção de diretores externos afeta o valor da empresa. Para verificar essa relação para as empresas brasileiras, foi incluído essa variável que é medida pela proporção de diretores não eleitos pelo acionista controlador no conselho de administração. Além dessas variáveis explicativas, são consideradas algumas variáveis de controle relacionadas as características das firmas. A tabela 12 apresenta um resumo das variáveis que norteiam este trabalho, suas formas de mensuração, os sinais esperados, assim como os estudos bases.

Tabela 16
Resumo das variáveis do estudo.

| Varáveis | Sigla | Mensuração | Sinal Esperado | Estudo base |
|--|---------|---|----------------|--|
| Desempenho | ROA | Lucro líquido / Ativo Total | | Detthamronga <i>et al.</i> (2017) |
| | ROE | Lucro líquido / Patrimônio Líquido | | Pamploma; Magro; Silva (2017); |
| | Q_Tobin | (Valor de Mercado + Dívida Total) / Ativo Total | | Paniagua; Rivelles; Sapena (2018) |
| Alavancagem Financeira | ALAV | Dívida total / Ativo total | - | Detthamronga <i>et al.</i> , (2017); Margaritis; Psillaki (2010) |
| Rating Soberano | RATS | Classificações emitidas pelas três agências de rating | + | Klotzle <i>et. al.</i> , 2016, |
| Tamanho do Conselho | TAM_C | O número de membros no conselho de administração. | - | Paniagua; Rivelles; Sapena (2018) |
| Independência do conselho | INDE | Proporção de conselheiros independentes no conselho de administração | + | Paniagua, Rivelles e Sapena (2018), |
| Reputação da auditoria | REPU | Dummy, assume o valor 1 se a auditoria é KPMG/Deloitte /PriceWaterHouse/ Ernst & Young e 0 caso contrário | + | Detthamronga <i>et al.</i> , (2017); |
| Concentração de propriedade e controle | CONC | A proporção de ações ordinárias detidas pelos três maiores acionistas | + | Chen et. al., (2005), Prowse (1992) |
| Dualidade CEO | DUAL | Variável Dummy, assume 1 se o CEO é também o presidente do conselho, 0 caso contrário | - | Detthamronga <i>et al.</i> , (2017); Yang e Zhao (2014) |
| Profissionais | PROF | Diferença entre a proporção de diretores independentes e a proporção de <i>outsiders</i> | + | Lefort e Urzia (2008); Del Vesco e Beuren (2016) |
| Outsider | OUT | OUT = (1 - (conselheiros não eleitos pelo acionista controlador / total de conselheiros)) | - | Lefort e Urzia (2008); Del Vesco e Beuren (2016); |
| Tamanho da firma | TAM | Logaritmo do Ativo total | - | Chen <i>et al.</i> (2005); |
| Idade | IDA | Ano da Listagem – Último ano de análise (2017) | + | Bhagat e Bolton (2008) |
| Tangibilidade | TANG | Imobilizado / Ativo total | + | Margaritis e Psillaki (2010) |
| Market-to-Book | MTB | Valor de Mercado da empresa / patrimônio líquido. | + | Detthamronga <i>et al.</i> (2017); |
| Investimento | CAPEX | Despesas de Capital defasadas em 1 ano/ Ativo Total | + | Detthamronga <i>et al.</i> (2017); Chen <i>et al.</i> (2005) |
| Liquidez Corrente | LC | Ativo Circulante / Passivo Circulante | - | Detthamronga <i>et al.</i> (2017) |
| Liquidez de Caixa | LIQ | EBITDA / Ativo Total | - / + | Bastos e Nakamura (2009) |

Fonte: Elaborado pelo autor.

3.3.3 Modelo Econométrico

Seguindo Detthamronga *et al.* (2017), foi usado o método de regressão linear múltipla com dados em painel para estimar os modelos econôméticos. Para atingir os objetivos da pesquisa, em um primeiro momento, analisou-se a relação com a alavancagem financeira (ALAV) como variável dependente conforme expresso na equação 1.

$$ALAV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOV_{i,t} + \beta_2 RATS_{k,t} + \beta_3 CONT_{i,t} + n_i + v_t + \mu_{it}$$

(1)

Em que $ALAV_{i,t}$ representa a alavancagem financeira da firma i no tempo t; $GOV_{i,t}$ representa o conjunto das variáveis de governança corporativa para a firma i no tempo t; $RATS_{B,t}$: o rating soberano do Brasil no tempo t; $CONT_{i,t}$ todas variáveis de controle consideradas no estudo para cada firma i no tempo t conforme destacado na tabela 12; n_i é o efeito individual da firma; v_t efeito do tempo e μ_{it} o termo erro estocástico. Em seguida, para investigar a relação entre governança corporativa, alavancagem, rating soberano e desempenho considerou-se o retorno sobre ativo (ROA), o retorno sobre o patrimônio (ROE) e o Q de Tobin (Q_Tobin) como variáveis dependentes, conforme destacado na equação 2:

$$Desemp_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOV_{i,t} + \beta_2 RATS_{B,t} + \beta_3 ALAV + \beta_4 CONTV_{i,t} + n_i + v_t + \mu_{it}$$

(2)

Em que: $Desemp_{i,t}$ representa o desempenho da firma i no tempo t; n_i é o efeito individual da firma; v_t efeito do tempo e μ_{it} o termo erro estocástico.

Por meio do gráfico *boxplot* foi verificado que houve presença de *outliers* na amostra, e foram tratados por meio da técnica de winsorização a nível de 2,5%. Para verificar problemas de multicolinearidade, foi realizado o teste VIF (*Variance Inflation Factor*), os resultados das regressões para alavancagem (ALAV), retorno sobre ativo (ROA), retorno sobre patrimônio líquido (ROE) e o Q de Tobin registram valores de 1.50, 1.53, 1.53 e 1.55 respectivamente, sendo inferior a 10, indicando ausência do problema de multicolinearidade.

Foram realizados os testes de Breush-Pagan, Chow e Hausman para encontrar o modelo adequado para executar as regressões. Os resultados confirmaram que o efeito fixo é o melhor modelo, atendendo aos requisitos para a regressão linear com dados em painel. Também, foram feitos os testes de Wooldridge e de Wald para verificar problemas de autocorrelação e de heterocedasticidade. Não foi encontrado problema de autocorrelação, porém, houve presença de heterocedasticidade para as regressões com alavancagem e o retorno sobre ativo, para corrigir este problema, as regressões foram executadas utilizando o erro padrão robusto de White.

3.3.4 Estatística Descritiva

Na tabela 17 é apresentada a estatística descritiva do estudo destacando as médias, os desvios-padrões, os valores máximos e mínimos das variáveis usadas. Pode-se observar que em

média os retornos sobre ativo (ROA) e sobre o patrimônio líquido (ROE) das empresas que compõem a amostra são de respectivamente 0,9% e de 1,94%, enquanto isso o Q de Tobin é 0,975 e a alavancagem registrou uma média de 12,37. Em relação às variáveis independentes, os resultados mostram que em média 67,53% das ações de companhias brasileiras são controladas pelos três maiores acionistas, mostrando semelhança com os achados de Detthamronga *et al.* (2017) que encontraram uma concentração de 57.43% para as empresas tailandesas.

No que diz respeito ao tamanho de conselho (TAM_C), encontrou-se que em média possuem 6 membros, relativamente baixo em relação a 10 membros para as firmas da Tailândia. O acionista controlador (OUT) nomeia em média 26,58% dos diretores das empresas; em 21,75% das empresas há dualidade, isto é, o presidente do conselho é também o CEO, consistente com Lefort e Urzúa (2008).

Outro fator importante é que as firmas possuem pelo menos 1 membro independente no conselho, e 42,05% são auditadas por um dos quatro maiores auditores independentes. Sobre a variável de *rating* soberano, foi encontrado que em média, no período de análise, o Brasil manteve-se em baixo grau de investimento indicando predominância da alta percepção de risco. Foi realizado também a análise de correlação, cujos resultados expostos na Tabela 18 (em Apêndice 4) mostram que há baixa correlação entre as variáveis explicativas, indicando possivelmente que não há problema de multicolinearidade.

Tabela 17
Estatística descritiva nível nacional

| Variáveis | Observações | Média | Desvio Padrão | Mínimo | Máximo |
|----------------|-------------|-----------|---------------|-----------|----------|
| ROA | 2,990 | 0.009441 | 0.168276 | -0.50994 | 0.188648 |
| ROE | 2,606 | 0.019419 | 0.249042 | -0.69199 | 0.331402 |
| Q_TOBIN | 2,214 | 0.9751925 | 0.8051973 | 0.1578755 | 3.378284 |
| ALAV | 2,993 | 0.123728 | 0.281882 | -0.56884 | 0.588852 |
| TAM_F | 2,994 | 13.67097 | 2.901582 | 4.174387 | 17.73555 |
| IDA | 4,682 | 17.09933 | 9.165426 | 0 | 31.99452 |
| TANG | 2,994 | 0.223184 | 0.244533 | 0 | 0.910909 |
| MTB | 1,955 | 1.950747 | 1.763038 | 0.284387 | 7.017061 |
| CAPEX | 2,588 | 0.047889 | 0.054684 | -0.00454 | 0.194486 |
| LC | 2,979 | 2.081427 | 2.056646 | 0.226941 | 8.356354 |
| LIQ | 2,771 | 0.040852 | 0.165769 | -0.46691 | 0.218353 |
| RATS | 5,360 | 11.875 | 1.212749 | 10 | 13 |
| CONC | 2,894 | 67.53825 | 24.3549 | 0.138775 | 100 |
| TAM_C | 2,789 | 6.268196 | 2.683267 | 0 | 17 |
| IND_C | 2,790 | 1.203226 | 1.6418 | 0 | 11 |
| REPU | 5,048 | 0.420563 | 0.493698 | 0 | 1 |
| DUAL | 2,790 | 0.217563 | 0.412662 | 0 | 1 |
| OUT | 2,777 | 0.265853 | 0.336774 | -1.33333 | 1 |
| PROF | 2,440 | 0.212051 | 0.42926 | 0 | 8 |

Fonte: Resultados da pesquisa.

3.4 Análise dos Resultados

3.4.1 Governança Corporativa, Rating Soberano e Alavancagem

Para investigar os impactos das variáveis de governança corporativa e do *rating* soberano sobre a alavancagem das empresas, em primeiro lugar, testou-se neste estudo os efeitos das variáveis relacionadas às características da firma, em seguida incluíram-se as variáveis de governança corporativa e de *rating* soberano conforme destacado na tabela 15.

Os resultados para o Modelo 1 (Tabela 19), mostram que a idade da firma (IDA), a tangibilidade (TANG) e despesa com capital (CAPEX) se relacionam de forma positiva e significante, ao nível de 1%, com a alavancagem, enquanto isso, a liquidez corrente (LC) e a liquidez de caixa (LIQ) a influenciam negativamente ao nível de significância de 1%. Essas evidências se assemelham com as encontradas por Detthamronga *et al.* (2017) e estão de acordo com a teoria da *Pecking-Order* (Jensen, 1986; Myers & Majluf, 1984), indicando que as empresas que são mais antigas, possuem maior volume de ativos e mais ativos tangíveis se endividam mais, em contrapartida, quanto mais líquidas são, menor tende a ser o seu grau de alavancagem.

Ao incluir as variáveis de governança corporativa e o *rating* soberano no Modelo 2 (Tabela 19), observa-se que as variáveis de controle conservam as mesmas relações e o mesmo nível de significância. A reputação da auditoria (REPU), a variável *outsider* (OUT) e o *rating* soberano (RATS) apresentam associações estatisticamente positivas e significativas com a alavancagem, enquanto a concentração de controle (CONC), a dualidade de CEO (DUAL) e a variável profissionais (PROF) foram negativamente associadas com alavancagem. Esses resultados mostram-se contrários aos achados de Detthamronga *et al.* (2017), que encontraram que a governança corporativa não influencia a alavancagem das empresas da Tailândia.

O impacto positivo do *rating* soberano no endividamento das empresas indica que quanto melhor a qualidade do risco de crédito do Brasil, maior é a disponibilidade de recursos e as empresas são mais alavancadas. Cantor e Packer (1996) ressaltam que os investidores se baseiam no *rating* emitido pelas agências para decidir sobre seus investimentos, no entanto, conforme já destacado, a maior parte das pesquisas que envolvem o *rating* soberano, estudam os impactos no desempenho e no valor das firmas (Klotzle et. al., 2016). Este resultado mostra o caráter inovador deste trabalho, ao trazer evidências empíricas, comprovando que uma melhor classificação do risco soberano, pode aumentar a alavancagem financeira das corporações, o que pode ser enquadrado na teoria do *Trade-Off*, em que as firmas se aproveitam das boas condições do mercado para se alavancar (Kraus & Litzenberger, 1973; Myers & Majluf, 1984).

Tabela 19

Análise da relação entre GC e Rating Soberano com a alavancagem das firmas - nível nacional

| Variáveis | Modelo 1 | Modelo 2 |
|--------------------|-------------------------------|-------------------------------|
| TAM_F | 0.0198 (0.0229) | 0.0004 (0.0357) |
| IDA | 0.0070*** (0.0023) | 0.0228*** (0.0075) |
| TANG | 0.3157*** (0.0721) | 0.4940*** (0.1087) |
| MTB | -0.0060 (0.0041) | 0.0180 (0.0111) |
| CAPEX | 0.2555*** (0.0803) | 1.0589*** (0.2497) |
| LC | -0.0206*** (0.0054) | -0.0858*** (0.0169) |
| LIQ | -0.1612*** (0.0554) | -0.9852*** (0.1737) |
| TAM_C | | 0.0039 (0.0048) |
| IND_C | | -0.0002 (0.0029) |
| REPU | | 0.1001*** (0.0267) |
| CONC | | -0.0012* (0.0007) |
| DUAL | | -0.0618*** (0.0192) |
| OUT | | 0.0787* (0.0400) |
| PROF | | -0.0454*** (0.0136) |
| RATS | | 0.0273*** (0.0082) |
| Cons. | -0.2582 (0.3139) | -0.3727 (0.5186) |
| Observações | 1901 | 1402 |
| Ano | Sim | Sim |
| Setor | Sim | Sim |

Nota: *, **, *** Indicam nível de significância a 10%, 5% e 1% respectivamente.
Em negrito: coeficientes significantes. Fonte: Resultados da pesquisa

3.4.2 Governança Corporativa, Rating Soberano, Alavancagem e Desempenho

Investigou-se também os impactos da governança corporativa, do *rating* soberano e da alavancagem sobre o desempenho das empresas medido pelo retorno sobre ativo (ROA), incluindo no modelo 1 as variáveis de governança corporativa e do *rating* soberano como independentes, e aquelas relacionadas as características das firmas como de controle. Em seguida, no modelo 2 acrescentou-se a alavancagem, conforme demonstrado na Tabela 20. Ressalta-se que aqui o foco voltou-se para o desempenho da firma, ou seja, a variável dependente envolve uma medida de desempenho – ROA.

Os resultados do primeiro modelo (Tabela 20) mostram que para as variáveis de governança corporativa e do *rating* soberano, encontrou-se que enquanto o tamanho do conselho (TAM_C), a concentração de propriedade e controle (CON) e o conselho profissional (PROF) influenciam negativamente o desempenho das companhias; a presença de um *outsider* (OUT) influencia o ROA de forma positiva e significativa. Estes resultados indicam que quanto maior o tamanho do conselho, a concentração acionária e o número de conselheiros eleitos pelo acionista controlador, menor será o retorno sobre os ativos das firmas (ROA). O *rating* soberano, por sua vez, apresentou uma relação altamente significativa e positiva, indicando que um aumento na qualidade do *rating* do Brasil melhora a performance das empresas. Como pode-se observar, para as variáveis de controle a liquidez corrente (LC) e a liquidez de caixa (LIQ) impactam positivamente no desempenho das companhias, enquanto idade (IDA), as despesas de capital (CAPEX) e a tangibilidade (TANG) o influenciam de forma negativa.

Ao incluir a alavancagem no modelo 2, percebe-se que todas as variáveis que apresentaram relações significativas com o desempenho no modelo 1, continuaram exercendo os mesmos impactos. A alavancagem não foi significativa, o que indica que sua inclusão no modelo não influenciou a performance das companhias.

De modo geral, esses achados diferem do trabalho de Detthamronga *et al.* (2017), mas corroboram com Yermack (1996) que encontrou que quando o conselho de administração é muito grande e quando há alta concentração acionária, o desempenho das companhias nos Estados Unidos é reduzido. Assim como Haniffa e Hudaib (2006) encontrou para as empresas da Malásia e Chen *et al.* (2005) para as firmas da China, descobriu-se neste estudo que a presença de um diretor não eleito pelo acionista controlador aumenta o retorno sobre ativos das corporações brasileiras. O impacto positivo do *rating* soberano corrobora com Shaheen e Javid (2014) que também encontraram o mesmo efeito no Paquistão.

Tabela 20

Análise da relação entre GC e Rating com o Desempenho das firmas (ROA, ROE e Q_Tobin)

| Variáveis do Modelo | ROA | | ROE | | Q_TOBIN | |
|------------------------|--------------------------------------|---------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|
| | Modelo 1 | Modelo 2 | Modelo 3 | Modelo 4 | Modelo 5 | Modelo 6 |
| TAM_F | 0.0010 (0.0007) | 0.0010 (0.0006) | 0.0010 (0.0031) | 0.0062** (0.0027) | -0.0346*** (0.0081) | 0.0269** (0.0092) |
| IDA | -0.0001** (0.0010) | -0.0005* (0.0006) | 0.0009*** (0.0002) | 0.0005*** (0.0002) | -0.0036*** (0.0008) | -0.0043*** (0.0009) |
| TANG | -0.0305*** (0.0018) | -0.0308*** (0.0018) | -0.1212*** (0.0167) | -0.0951*** (0.0137) | -0.0826* (0.0357) | -0.0607* (0.0319) |
| MTB | 0.0000 (0.0004) | 0.0001 (0.0004) | -0.0059*** (0.0021) | -0.0095*** (0.0026) | 0.2886*** (0.0153) | 0.2849*** (0.0150) |
| CAPEX | -0.0816*** (0.0181) | -0.0828*** (0.0195) | -0.1551 (0.0950) | -0.0663 (0.0991) | 0.9510*** (0.1577) | 1.0822*** (0.1584) |
| LC | 0.0022*** (0.0003) | 0.0024*** (0.0006) | 0.0211*** (0.0027) | 0.0062*** (0.0022) | 0.0554*** (0.0068) | 0.0386*** (0.0069) |
| LIQ | 0.9406*** (0.0128) | 0.9409*** (0.0132) | 1.7736*** (0.0324) | 1.7540*** (0.0380) | 1.6075*** (0.2180) | 1.5722*** (0.2346) |
| TAM_C | -0.0007*** (0.0002) | -0.00015*** (0.0006) | 0.0012 (0.0014) | 0.0016 (0.0013) | 0.0134*** (0.0036) | 0.0132*** (0.0037) |
| IND_C | 0.0005 (0.0004) | 0.0005 (0.0004) | -0.0089*** (0.0029) | -0.0075** (0.0032) | -0.0001 (0.0096) | 0.0002 (0.0104) |
| REPU | -0.0018 (0.0014) | -0.0018 (0.0015) | 0.0305*** (0.0096) | 0.0330*** (0.0112) | 0.2022*** (0.0213) | 0.2004*** (0.0219) |
| CONC | -0.0001* (0.0001) | -0.0012* (0.0007) | -0.0011 (0.0012) | -0.0012 (0.0012) | 0.0003 (0.0005) | 0.0003 (0.0005) |
| DUAL | -0.0017 (0.0012) | -0.0018 (0.0012) | 0.0050 (0.0155) | -0.0027 (0.0125) | 0.0044 (0.0239) | -0.0070 (0.0283) |
| OUT | 0.0122*** (0.0036) | 0.0122*** (0.0036) | 0.0005 (0.0093) | 0.0007 (0.0102) | -0.1780*** (0.0385) | -0.1766*** (0.0381) |
| PROF | -0.0028*** (0.0010) | -0.0028*** (0.0010) | 0.0148*** (0.0053) | 0.0161*** (0.0048) | 0.0533** (0.0225) | 0.0552** (0.0245) |
| RATS | 0.0021*** (0.0005) | 0.0031*** (0.0007) | 0.0029 (0.0031) | 0.0032 (0.0028) | 0.0076** (0.0038) | 0.0100*** (0.0036) |
| ALAV | | 0.0028 (0.0051) | | -0.2185*** (0.0248) | | -0.2491*** (0.0350) |
| _cons | -0.0479*** (0.0134) | -0.0476*** (0.0128) | -0.1862*** (0.0621) | -0.2086*** (0.0624) | 0.5667*** (0.1242) | 0.6068*** (0.1254) |
| Observações | 1402 | 1402 | 1402 | 1401 | 1402 | 1402 |
| Ano | Sim | Sim | Sim | Sim | Sim | Sim |
| Setor | Sim | Sim | Sim | Sim | Sim | Sim |

Nota: *, **, *** Indicam nível de significância a 10%, 5% e 1% respectivamente.

Em negrito: coeficientes significantes. Fonte: Resultados da pesquisa.

Subsequentemente, investigou-se os impactos da governança corporativa, do *rating* soberano e da alavancagem sobre o desempenho medido pelo retorno sobre o patrimônio líquido (ROE). No modelo 3 da Tabela 20, executou-se uma regressão com as variáveis relacionadas às características da firma, de governança corporativa e do *rating* soberano e, no modelo 4, a alavancagem foi acrescentada como variável mediadora da relação entre governança corporativa e desempenho.

Os resultados da regressão do modelo 3 (Tabela 20) mostram que, de um lado a independência do conselho (IND) impactou negativamente o ROE, e de outro lado, a reputação da auditoria (REPU) e o conselho profissional (PROF) influenciam de forma positiva o retorno sobre o patrimônio líquido. Para as variáveis de controle, percebe-se que enquanto a tangibilidade (TANG) e o *Market-to-book* (MTB) afetam de forma negativa o retorno sobre o patrimônio; a liquidez de caixa (LIQ), a idade (IDA) e a liquidez corrente (LC) as influenciam positivamente. Com a inclusão da alavancagem no modelo 5, todas as variáveis anteriores permaneceram estatisticamente significativas, além do tamanho da firma (TAM) que passou a apresentar uma relação positiva com a performance. Diferentemente das regressões com o ROA, este modelo mostrou que a alavancagem reduz significativamente o ROE, a nível de 1%. O *rating* soberano por sua vez não influenciou o patrimônio líquido das corporações.

Nos modelos 5 e 6 investigou-se a relação com o desempenho de mercado medido pelo Q de Tobin. Como pode-se observar no Modelo 5, das variáveis de governança corporativa, a concentração acionária (COM_C), a reputação da auditoria (REPU) e a proporção de conselheiros profissionais (PROF) apresentam uma relação positiva com o Q de Tobin, enquanto a mesma foi negativa para a presença de diretores *outsiders* (OUT). Os resultados mostram que o *rating* soberano exerce impacto positivo sobre o desempenho de mercado das empresas brasileiras em nível de 5%. Das variáveis de controle, de um lado tamanho (TAM), idade (IDA) e tangibilidade (TANG) da firma influenciam negativamente a performance, de outro lado o índice Market-to-book (MTB), despesas de capital (CAPEX), liquidez corrente (LC) e liquidez de caixa (LIQ) impactam de forma positiva.

Ao incluir a alavancagem financeira no modelo 6, percebe-se que todas as variáveis de governança corporativa do modelo 5 e o *rating* soberano conservaram os mesmos efeitos e os mesmos níveis de significância sobre o Q de Tobin, enquanto das variáveis de controle somente o tamanho da firma que passou exercer um impacto positivo. Esses achados mostram que o mercado enxerga com bons olhos quando as companhias possuem maior número de membros no conselho de administração e maior proporção de conselheiros profissionais, além de ter suas

contas auditadas pelo menos por uma das 4 maiores firmas de auditoria. O sinal positivo do *rating* soberano confirma a proposição de Mokhova e Zinecker (2013) em que as empresas são mais valorizadas nos países que possuem melhor posição na classificação de risco emitido pelas agências.

Os resultados alcançados indicam que quando as firmas optam por adotar mecanismos de GC, como por exemplo, ser auditada por uma das quatro maiores firmas de auditoria do mundo e ter uma proporção maior de conselheiros independentes, isso pode elevar bastante sua performance, o que corrobora os estudos de Chen *et al.* (2005) e Lefort e Urzia (2008). Entretanto, quando se insere a alavancagem nos modelos, o desempenho das companhias pode ser reduzido significativamente, indicando que mesmo com inclusão de mecanismos de GC, o endividamento pode prejudicar as firmas. Assim como Okiro, Aduda e Omoro (2017) encontraram para as empresas localizadas no leste da África, este estudo trouxe evidências empíricas de que a alavancagem medeia a relação entre governança corporativa e o desempenho das empresas brasileiras, diferentemente de Detthamronga *et al.* (2017) que não conseguiram verificar essa relação nas empresas da Tailândia.

3.4.3 Governança corporativa, alavancagem, rating soberano e desempenho das empresas TMAP e do Sul de Goiás

Após as evidencias trazidas sobre a relação entre a governança corporativa, a alavancagem, o rating soberano e o desempenho das empresas aos níveis multipaís e nacional, nesta seção analisa-se como os mecanismos de GC e o *rating* do Brasil influenciam o endividamento e a performance das companhias que atuam na região delimitada pelo Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Uberlândia, que contempla as mesorregiões do Triângulo Mineiro e do Alto Paranaíba e o Sul de Goiás.

A Tabela 21 apresenta a estatística descritiva das duas sub-amostras. Como pode-se observar, para as variáveis de desempenho, as empresas que desenvolvem atividades no TMAP e no Sul de Goiás possuem em média retorno sobre ativo (ROA), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e Q de Tobin iguais a 6,64%, 7,51% e 1,13 respectivamente, enquanto isso, elas se alavancam em média em 13,9%. Aquelas que não são ativas nas mesorregiões possuem em média um ROA, ROE e um Q de Tobin igual a 0,70%, 0,15% e 0,91 nesta ordem, e a alavancagem (ALAV) das mesmas é de 11,93%. Esses resultados indicam que as firmas que desenvolvem atividades no Triângulo Mineiro e do Alto Paranaíba e do Sul de Goiás são mais rentáveis e mais alavancadas em relação aos seus pares que não estão ativas nessas mesorregiões. São evidencias explicando que o melhor crescimento econômico dessas áreas

encontrado por Guimarães (2010) é um reflexo do bom desempenho das firmas que nelas atuam.

No que diz respeito as variáveis de governança corporativa, percebe-se que a média de membros presentes no conselho de administração (TAM_C) é de 7, sendo que aproximadamente 2 membros são independentes (IND_C), em 14,3% o diretor presidente (CEO) é também o presidente do conselho (DUA_CEO), 33,8% possuem um *outsider* (OUT) e 34,1% de conselheiros profissionais (PROF) no conselho administração. Em média, os relatórios financeiros de 65,7% das companhias da subamostra são auditadas pelo menos por uma das quatro (4) maiores firmas de auditoria (REPU) e 55,65% das ações são controladas pelos três maiores acionistas (CON). A média de 11,8 do rating soberano indica que essas empresas também estavam expostas a percepção de risco de inadimplência do Brasil diante dos investidores nacionais e internacionais.

Para as empresas que não são ativas no TMAP e no Sul de Goiás, em média o tamanho do conselho (TAM_C) é de aproximadamente 6 membros, sendo que pelo menos 1 membro é independente (IND_C), em 24,08% há dualidade das funções CEO e presidente do conselho de administração (DUA_CEO, 24,33% possuem um *outsider* (OUT) e 17,58% são membros profissionais no conselho. Em média 71,05% das ações são concentradas nas mãos dos três maiores acionistas e os relatórios financeiros de 36,95% são auditadas por pelo menos umas das maiores firmas de auditoria. De modo geral, pode-se observar que as companhias que possuem atividades nas mesorregiões do TMAP e do Sul de Goiás são mais avançadas na adoção de boas práticas de governança corporativa em relação aquelas que não são ativas.

Em relação as variáveis de controle, observa-se que as empresas que atuam no Triângulo Mineiro e do Alto Paranaíba e o Sul de Goiás têm em média 14 anos de idade (IDA). Elas mantêm 21,8% de ativos tangíveis (TANG), o índice Market-to-Book e de liquidez correntes (LC) das mesmas é de 2,429 e 1,958 respectivamente, elas gastam apenas 5,25% em capitais (CAPEX) e guardam 9,82% do faturamento em caixa (LIQ_CX). As firmas que não possuem atividades nas mesorregiões têm em média 17 anos, possuindo 22,47% em ativos tangíveis, com os índices de Market-to-Book e de liquidez corrente iguais à 1,74 e 2,11 nesta ordem, e investem 4,65% em capitais.

A Tabela 22 apresenta os resultados das regressões para a relação entre a governança corporativa, o rating soberano, a alavancagem e o desempenho para as empresas que atuam nas mesorregiões do Triângulo Mineiro e do Alto Paranaíba e do Sul de Goiás, assim como aquelas que não possuem plantas nem subsídios nem representantes e lojas na região. Nas regressões da segunda e terceira coluna são incluídas a variáveis explicativas (GC e o rating soberano) e

as variáveis de controle para investigar a relação com a alavancagem financeira (ALAV) como variável dependente. Paralelamente, verificou-se as influências das mesmas no desempenho das firmas nas colunas 4 e 5 com o retorno sobre ativo (ROA), nas colunas 6 e 7 com o retorno sobre patrimônio (ROE) e o Q de Tobin nas colunas 8 e 9 como variáveis dependentes. Foi inserido a alavancagem como variável independente para observar como ela se comporta nessa relação.

Tabela 21

Estatística descritiva das empresas ativas e não ativas nas mesorregiões do TMAP e do Sul de Goiás

| Variável | Empresas ativas nas Mesorregiões | | | Empresas não ativas nas Mesorregiões | | |
|-----------------|---|--------------|--------------------|---|--------------|--------------------|
| | Obs. | Média | Dev. Padrão | Obs. | Média | Dev. Padrão |
| ROA | 671 | 0.0664 | 0.0904 | 2319 | 0.0070 | 0.1815 |
| ROE | 634 | 0.0751 | 0.195 | 1972 | 0.0015 | 0.2616 |
| Q_TOBIN | 626 | 1.135 | 0.889 | 1,588 | 0.91237 | 0.7606 |
| ALAV | 672 | 0.139 | 0.217 | 2321 | 0.1193 | 0.2978 |
| TAM_F | 672 | 14.86 | 1.810 | 2322 | 13.3283 | 3.0636 |
| IDA | 822 | 14.72 | 9.700 | 3860 | 17.6050 | 8.9679 |
| TANG | 672 | 0.218 | 0.189 | 2322 | 0.2247 | 0.2584 |
| MTB | 589 | 2.429 | 2.062 | 1366 | 1.7446 | 1.5736 |
| CAPEX | 603 | 0.0525 | 0.0511 | 1985 | 0.0465 | 0.0557 |
| LC | 672 | 1.958 | 1.427 | 2307 | 2.1174 | 2.2054 |
| LIQ_CX | 652 | 0.0982 | 0.0941 | 2119 | 0.0232 | 0.1786 |
| RATS | 920 | 11.88 | 1.213 | 4440 | 11.8750 | 1.2128 |
| CONC | 661 | 55.65 | 22.01 | 2233 | 71.0560 | 23.9042 |
| TAM_C | 664 | 7.288 | 2.544 | 2125 | 5.9496 | 2.6466 |
| IND_C | 664 | 1.974 | 1.877 | 2126 | 0.9624 | 1.4813 |
| REPU | 896 | 0.657 | 0.475 | 4152 | 0.3695 | 0.4827 |
| DUA_CEO | 664 | 0.143 | 0.350 | 2126 | 0.2408 | 0.4277 |
| OUT | 660 | 0.338 | 0.379 | 2,117 | 0.2433 | 0.3194 |
| PROF | 537 | 0.341 | 0.541 | 1,903 | 0.1758 | 0.3846 |

Fonte: Resultados da pesquisa

Como pode-se observar, os resultados da segunda coluna para as empresas que atuam nas mesorregiões mostram que o tamanho do conselho de administração (TAM_C) e a concentração de propriedade e controle (CONC) apresentam uma relação significativa e negativa aos níveis de 10% e 1% respectivamente, indicando quanto maior for o número de membros no conselho e maior a concentração acionária, portanto, menor será o endividamento. Por outro lado, a reputação da auditoria (REPU) e o *outsider* (OUT) apontam um impacto positivo a nível de 5% ambos com a alavancagem. O rating soberano (RATS) não apresentou uma influência significativa na alavancagem das empresas que atuam nas regiões. No que diz respeito às variáveis de controle, se o tamanho da firma (TAM_F), as despesas de capital

(CAPEX) e a tangibilidade (TANG) impactam positivamente a alavancagem, a idade (IDA), a liquidez corrente (LC) assim como o Market-to-Book (MTB) a influenciam negativamente.

Tabela 22

Regressão da dimensão regional da Governança corporativa, alavancagem, rating soberano e desempenho

| Variáveis do Estudo | (ALAV) | | (ROA) | | (ROE) | | Q_TOBIN | |
|---------------------|-----------------------------|------------------------------|------------------------------|-----------------------------|------------------------------|----------------------------|-----------------------------|------------------------------|
| | Na Região | Outras | Na Região | Outras | Na Região | Outras | Na Região | Outras |
| TAM_C | -0.0073* (1.77) | 0.0073** (2.00) | 0.0003 (1.21) | -0.002*** (3.45) | -0.0007 (0.34) | 0.0036** (2.30) | 0.0387*** (0.01) | -0.0013 (0.006) |
| IND_C | 0.0003 (0.06) | 0.0137*** (2.68) | -0.0002 (0.40) | 3.9405 (0.06) | -0.0004 (0.08) | -0.0150* (2.49) | 0.0154 (0.02) | 0.0038 (0.01) |
| REPU | 0.0435** (2.26) | 0.0016 (0.10) | 0.0047* (1.86) | 0.004*** (2.61) | -0.0200 (0.80) | 0.040*** (3.00) | 0.2116*** (0.05) | 0.1930*** (0.03) |
| CON_C | -0.004*** (2.81) | 0.0006** (1.25) | -7.021 (0.82) | -0.001*** (3.15) | -0.0007* (0.004) | -2.0005 (0.08) | -0.0027** (0.001) | 0.0010* (0.001) |
| DUA_CEO | -0.0024 (0.17) | -0.0372 (1.22) | -0.0047* (1.69) | -0.004*** (1.87) | -0.0314 (1.59) | 0.0049 (0.34) | -0.0587 (0.06) | -0.0047 (0.029) |
| OUT | 0.0402** (2.42) | -0.0221 (0.78) | 0.0078*** (3.50) | 0.0119*** (3.20) | -0.0035 (0.18) | -0.0038 (0.27) | -0.356*** (0.07) | -0.1324** (0.06) |
| PROF | -0.0076 (1.35) | 0.0063 (0.27) | 0.0005 (0.27) | 0.0025*** (3.12) | 0.0247* (0.0141) | 0.0147** (2.36) | 0.2687*** (0.05) | 0.0160* (0.01) |
| TAM_F | 0.0260*** (3.51) | 0.0247*** (3.62) | -0.0011 (1.49) | 0.0016** (2.46) | 0.0015 (0.21) | 0.0079 (1.76) | -0.075*** (0.013) | -0.0247** (0.011) |
| IDA | -0.004*** (6.74) | -7.6805 (0.13) | 1.5905 (0.17) | -0.0002** (2.17) | 0.0011 (1.52) | -0.0002 (0.64) | -0.010*** (0.003) | -0.005*** (0.001) |
| TANG | 0.187*** (5.74) | 0.0926*** (4.72) | -0.065*** (11.95) | -0.023*** (10.27) | -0.1285** (0.0547) | -0.085*** (6.82) | 0.1585 (0.103) | -0.0750 (0.047) |
| MTB | -0.018*** (4.43) | -0.0075** (2.45) | 0.0008*** (3.81) | 0.0010* (1.69) | 0.0034 (0.50) | -0.019*** (4.67) | 0.3159*** (0.015) | 0.2629*** (0.016) |
| CAPEX | 0.268** (2.19) | 0.415*** (3.14) | -0.108*** (5.39) | -0.066*** (2.60) | -0.2750** (2.40) | 0.0039 (0.04) | 1.3722*** (0.507) | 0.9506*** (0.185) |
| LC | -0.075*** (20.61) | -0.0648*** (27.69) | 0.0015*** (3.85) | 0.0030*** (3.63) | 0.0178*** (3.20) | 0.0027 (1.01) | -0.0068 (0.03) | 0.0576*** (0.01) |
| LIQ_CX | -0.205 (1.61) | -0.0798 (1.01) | 0.938*** (80.52) | 0.949*** (67.06) | 1.785*** (10.81) | 1.773*** (34.91) | 1.2726*** (0.44) | 1.4215*** (0.22) |
| RATS | -0.0019 (0.56) | 0.0050** (2.18) | 0.0027*** (6.34) | 0.0019*** (2.94) | 0.0087*** (2.91) | 0.0128*** (0.21) | 0.0133 (0.016) | 0.0170*** (0.006) |
| ALAV | | | 0.0011 (0.39) | 0.0036 (0.48) | -0.125*** (2.80) | -0.230*** (8.57) | -0.518*** (0.129) | -0.0774*** (0.355) |
| _Cons. | 0.0163 (0.0651) | -0.242** (-3.18) | -0.0304** (0.0129) | -0.047*** (3.30) | -0.1775* (1.85) | -0.192** (2.12) | 1.0252*** (0.179) | 0.5012*** (0.129) |
| Observações | 413 | 989 | 413 | 989 | 413 | 989 | 413 | 989 |
| Ano | Sim | Sim | Sim | Sim | Sim | Sim | Sim | Sim |
| Setor | Sim | Sim | Sim | Sim | Sim | Sim | Sim | Sim |
| Breusch-Pagan | 367.39*** | 1666.73*** | 286.84*** | 806.22*** | 74.17*** | 160.59*** | 350.27*** | 646.91*** |
| Wald | 12.45*** | 24.97*** | 20.51*** | 74.31*** | 104.72*** | 74.15*** | 13.91*** | 11.00*** |
| Hausman | 74.31*** | 104.72*** | 74.15*** | 201.72*** | 22.39*** | 15.38*** | 21.10*** | 103.29*** |

Nota: *, **, *** Indicam nível de significância a 10%, 5% e 1% respectivamente.

Em negrito: coeficientes significantes. Fonte: Resultados da pesquisa.

Para as companhias que não possuem atividades na região, na coluna 3 (outras) percebe-se que das variáveis dependentes somente o tamanho do conselho administração (TAM_C) e a independência do conselho que apresentaram relação estatisticamente significativa com a alavancagem. O *rating* soberano por sua vez impacta positivamente o endividamento dessas firmas a nível de 5%, indicando que quanto melhor a classificação de risco do Brasil na escala das agências, elas são mais alavancadas. Das variáveis de controle, de um lado o tamanho da firma (TAM_F), a tangibilidade (TANG) e as despesas de capital (CAPEX) se relacionam de forma positiva com a alavancagem (ALAV), por outro os índices Market-to-Book (MTB) e a liquidez corrente (LC) a impactam negativamente.

A partir das evidências empíricas encontradas pode-se inferir que para as empresas que possuem plantas ou subsídios ou representantes ou lojas nas mesorregiões do Triângulo Mineiro e do Alto Paranaíba e do sul de Goiás, ter suas contas auditadas por uma das quatro maiores firmas de auditoria no mundo e manter um conselheiro outsider no conselho de administração são fatores que podem oferecer oportunidade para se alavancar no mercado financeiro. Chen, He, Ma e Stice (2015) destacam que quando as companhias são auditadas por entidades respeitadas no mercado, consegue gerar confiança aos credores em razão da fidedignidade das informações contábeis divulgadas, reduzindo assim os problemas de assimetria de informação. Quanto a presença de um outsider no conselho Lefort e Urzúa (2008) ressaltam que ele assume um papel importante na redução dos problemas de agência entre os acionistas e gestores.

Para as companhias que não possuem nem plantas, nem subsídio e nem representantes nas regiões, o tamanho (TAM_C) e a independência (IND_C) do conselho são fatores que elevam o endividamento, resultados que corroboram com os trabalhos de Ghouma, Ben-Nasr e Yan (2018) em estudo realizado no Canadá. A relação positiva entre o *rating* soberano e a alavancagem indica que para essas empresas, diante uma perspectiva de aumento da qualidade de risco do Brasil pelas agências, elas aproveitam desta oportunidade do mercado para elevar o nível de endividamento. Assim como Jiraporn et al. (2012) estima-se que uma melhoria no *rating* soberano gera a confiança dos investidores que passaram a investir mais, aumentando a disponibilidade de recursos no mercado financeiro, o que em consequência leva as firmas a se endividarem mais, como é defendido pelos teóricos do *Market Timing*. Se este cenário é favorável para essas companhias, o mesmo não é significante para aquelas que atuam ativamente nas regiões analisadas neste trabalho.

Os resultados da coluna 4 mostram que para as empresas que desenvolvem atividades nas mesorregiões do Triângulo Mineiro e do Alto Paranaíba e do Sul de Goiás, a reputação da

auditoria (REPU) e a presença de um *outsider* (OUT) no conselho de administração influenciam o desempenho aos níveis de 10% e 1% respectivamente, enquanto a dualidade das funções CEO e presidente do conselho de administração o impactam negativamente em 1%. Conforme esperado o *rating* soberano se relaciona de forma positiva a nível de 1% com a performance dessas empresas. Das variáveis de controle, os índices de Market-to-Book (MTB) e de liquidez corrente (LC) assim como a liquidez de caixa (LIQ_CX) apresentam uma relação positiva e significativa com o retorno sobre ativo (ROA), enquanto a tangibilidade (TANG), assim como as despesas de capital (CAPEX) o impactam de forma negativa em 1%, corroborando com os trabalhos de Haniffa e Hudaib (2006), Muniandy e Hillier (2015) e de Paniagua et al. (2018).

Ao considerar as empresas que não são ativas nas mesorregiões na coluna 5, dentre as variáveis de governança corporativa que apresentaram uma relação positiva e significativa com o desempenho destacam-se a reputação da auditoria (REPU), a presença de um *outsider* (OUT) e de um profissional (PROF) no conselho de administração. Já a concentração propriedade de controle (COM_C) por sua vez, assim como o tamanho do conselho de administração (TAM_C) e a dualidade CEO/Presidente do conselho (DUA_CE) se relacionam de forma negativa com o retorno sobre ativo (ROA) dessas empresas.

Ao nível de 1% o *rating* soberano impacta a performance dessas companhias, indicando que seus ativos são mais rentáveis em períodos de boa classificação da qualidade de risco do Brasil. Se o tamanho da firma (TAM_F), a liquidez corrente (LC) e a liquidez de caixa (LIQ_CX) apontam uma relação estaticamente positiva em 1%, a sua idade da firma (IDA), a proporção de ativos tangíveis (TANG) e as despesas de capitais (CAPEX) as influenciam negativamente. Esses resultados assemelham-se com os trabalhos de Bhagata e Bolton (2008), Chen et al. (2005), Detthamrong et al. (2017), Pillaia e Al-Malkawi (2018) e Shaheen e Javid (2014) que também encontraram os mesmos resultados para empresas localizadas em Hong Kong, na Tailândia, no Paquistão entre outros.

Em suma, a partir dessas evidências encontradas pode-se dizer que para as empresas que possuem negócios nas mesorregiões do Triângulo Mineiro e do Alto Paranaíba e do Sul de Goiás, evitar o acúmulo dos cargos de CEO e presidente do conselho, ter seus relatórios contábeis sendo auditados por uma das quatro firmas de auditoria no mundo e garantir maior número possível de conselheiros *outsider* são três mecanismos de GC que podem aumentar o desempenho em períodos de aumento do *rating* do Brasil. Enquanto isso, para aquelas que não possuem atividade na região, além desses instrumentos de GC já mencionadas, há importância significativa de manter um maior número de conselheiros profissionais, deve evitar um

conselho de administração muito grande, dualidade das funções CEO/Presidente do conselho e a concentração das ações nas mãos de poucos acionistas. A alavancagem financeira não apresentou uma relação estatisticamente significativa com o ROA de ambas as sub-amostras.

Na coluna 6 observa-se que o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) das empresas que atuam no TMAP e do Sul de Goiás é influenciado positivamente pela presença de um profissional (PROF) no conselho de administração e negativamente pela concentração de propriedade e controle (COM_C). Como era esperado, assim como Klotzle et al. (2016), o rating soberano continua se relacionando de forma positiva com o desempenho das firmas, enquanto sua relação é negativa com a alavancagem, ambos ao nível de 1%, indicando que elas possuem melhores desempenhos em período de boa classificação da qualidade de risco Brasil, porém, um aumento do nível de endividamento pode reduzir o patrimônio líquido. Para as variáveis de controle, de um lado, a tangibilidade (TANG) e as despesas de capital (CAPEX) apontam um impacto negativo no ROE, do outro, a liquidez corrente (LC) e a liquidez de caixa (LIQ_CX) elevam a performance das companhias.

Os resultados da coluna 7 para as companhias que não atuam nas mesorregiões mostram que o tamanho do conselho (TAM_C), a reputação da auditoria (REPU) e o conselho profissional (PROF) apresentam uma relação positiva com o ROE aos níveis de 5%, 1% e 5% respectivamente. A grande novidade nessa regressão é a presença de conselheiros independentes (IND_C) que apresentou um impacto negativo sobre o desempenho, significando que quanto maior o número de conselheiros independentes eleitos pelo acionista controlador, portanto, menor será a performance das firmas. Este resultado corrobora com o trabalho de Muniandy e Hillier (2015) e Paniagua et al. (2018), que também encontraram que práticas como essa, podem destruir o retorno sobre o patrimônio líquido. Se a alavancagem financeira (ALAV), a tangibilidade (TANG) e o índice Market-to-Book (MTB) influenciam negativamente o ROE, a liquidez de Caixa (LIQ_CX) por sua vez o impacta positivamente.

Os resultados das regressões para o ROE indicam diferença estatística entre as duas sub-amostras. Para as empresas que atuam no Triângulo Mineiro, Alto Paranaíba e Sul de Goiás, a maior concentração das ações nas mãos dos três maiores acionistas (CON_C) pode destruir o ROE das mesmas, sendo que garantir a presença de um número máximo de conselheiros profissionais (PROF) pode ser um fator importante para garantir melhor retorno. Estes achados assemelham-se com os estudos de Lefort e Urzúa (2008) que também encontraram a mesma relação para as companhias chilenas. Por outro lado, para aquelas empresas que não são ativas nas mesorregiões, pode-se destacar que quando há maior número de conselheiros independentes

eleitos pelos acionistas controladores no conselho de administração, pode-se gerar conflitos de agência e reduzir a performance. Entretanto, um conselho grande e com muitos membros profissionais pode minimizar estes problemas e ajudar a aumentar o ROE.

No que diz respeito ao desempenho de mercado, os resultados apresentados nas colunas 8 e 9 mostram que as empresas que atuam no TMAP e do Sul de Goiás são afetadas positivamente pelo tamanho do conselho de administração (TAM_C) e negativamente pela concentração acionária (CONC) que por sua vez impacta de forma positiva aquelas que não são ativas nas mesorregiões. A reputação da auditoria (REPU) assim como a presença de conselheiros profissionais (PROF) aumentam o Q de Tobin, enquanto a presença de conselheiros *outsiders* (OUT) o reduz para ambas as sub-amostras. O rating soberano (RATS) apresentou uma relação estatisticamente positiva apenas para as companhias que não possuem negócios nas mesorregiões. Como era esperado, a alavancagem (ALAV) reduz significativamente o valor das firmas independentemente de suas localizações.

As relações encontradas para a alavancagem financeira são condizentes com a literatura. Autores como Detthamrong et al. (2017) e Shaheen e Javid (2014) também encontraram que um maior nível de endividamento pode reduzir o desempenho das empresas tailandesas e paquistanesas. Sua influência na relação entre a governança corporativa e o desempenho são consideradas por Pillaia e Al-Malkawi (2018) como um mecanismo que suaviza os conflitos de agências. Detthamrong et al. (2017) ressaltam que a alavancagem financeira pode assumir um papel de mediador na relação entre a governança corporativa e a performance, uma vez que as empresas que são altamente alavancadas e possuem um nível de governança corporativa fraca tendem sofrer uma grande variação no desempenho.

3.5 Testes de Robustez

Nos estudos sobre composição do conselho e desempenho da firma é comum a existência do problema da endogeneidade, que, muitas vezes, não é considerada pelos trabalhos (Bhagat & Bolton, 2008; Wintoki, Linck & Netter, 2012). Para amenizar os efeitos da endogeneidade, Muniandy e Hillier (2015) incluíram em seus modelos como variável independente a defasagem de um período da variável dependente.

Ao analisar a relação entre governança e desempenho, Wintoki, Linck e Netter (2012) consideraram o Q de Tobin e o retorno sobre ativo como variáveis dependentes. Abordando a endogeneidade, inseriram a variável dependente defasada de um período como independente, e

reportaram uma forte associação entre a composição do conselho de administração do ano corrente e o desempenho anterior. Perceberam também que não há relação causal reversa entre a governança corporativa e a performance do ano corrente.

Para lidar com potenciais problemas de endogeneidade, neste trabalho foram feitos testes de robustez agrupando as variáveis de governança em índices. Realizou-se uma análise de componentes principais (ACP) para construir dois índices de governança corporativa, quais sejam: (1) índice intitulado nesta pesquisa “baixo poder de influência dos controladores no conselho” – IGOV1, composto por: independência do conselho de administração, proporção de diretores não eleitos pelo controlador, ações não detidas pelos três maiores acionistas (não concentração de propriedade ou dispersão de propriedade) e presença de conselheiros profissionais; (2) índice intitulado nesta pesquisa “baixo poder de entrincheiramento do CEO” – IGOV2, composto por: tamanho do conselho de administração, reputação da auditoria e a não dualidade das funções do CEO e presidente do conselho. A partir do segundo índice infere-se que a existência de um grande conselho de administração e tendo os relatórios contábeis auditados por uma das quatro maiores firmas de auditoria, além de o CEO não ser também presidente do conselho, pode afastar possíveis comportamentos negativos dos gestores e reforçar o controle sobre suas ações.

Cabe destacar que variáveis como dualidade das funções CEO/ Presidente do conselho de administração, concentração acionária, e *outsider* foram transformadas de modo que tivessem o sentido positivo com a governança corporativa. Sendo assim, obteve-se após as devidas transformações, as variáveis: não dualidade CEO/Presidente do conselho, não concentração acionária (percentagem de ações não detidas pelos três maiores acionistas) e maior proporção de diretores não eleitos pelo controlador em relação ao total de conselheiros. Todas essas variáveis, após transformadas, são do tipo “quanto maior, melhor” em relação à Governança.

Além, disso, seguindo o mesmo procedimento empregado por Wintoki, Linck e Netter (2012) e Muniandy e Hillier (2015) foram incluídas a defasagem de um período da alavancagem e das variáveis do desempenho como variáveis explicativas, esperando também minimizar os possíveis efeitos de causalidade reversa. Os resultados dos testes de robustez para o nível nacional são expostos na Tabela 23 das regressões para a alavancagem financeira (ALAV), retorno sobre ativo (ROA), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e o Q de Tobin. Para o nível regional realizou-se os mesmos procedimentos e os achados são destacados na Tabela 20.

Como pode-se observar na Tabela 23, os resultados mostram que nenhum dos índices de governança corporativa apresentou uma relação estatisticamente significativa com a alavancagem das empresas, porém como se esperava o *rating soberano* influência de forma positiva o endividamento, confirmando as suposições da teoria do *Market Timing* de Myers e Majluf (1984). Essa mudança pode ser ocasionada pela inclusão da variável defasada da alavancagem que exerce um impacto positivo, indicando que diante de um cenário de estabilidade política e econômica a alavancagem do ano anterior pode elevar o endividamento do ano corrente, o que acaba tornando insignificante os mecanismos de governança corporativa nessa relação.

Em relação ao desempenho, observa-se que o primeiro índice de governança que reflete o “baixo poder de influência dos controladores no conselho” (IGOV1) apresentou uma relação negativa com o retorno sobre ativo na terceira coluna (ROA1), porém deixou de ser significante com a inclusão da alavancagem no modelo. O segundo índice que por sua vez capta o “baixo poder de entrincheiramento do CEO” (IGOV2) apresentou uma relação negativa com o ROA e positiva com o ROE e o Q de Tobin em todas as simulações realizadas - com ou sem a inclusão da alavancagem). O *rating soberano* se relaciona de forma positiva com o ROA, ROE e o Q de Tobin confirmando que as empresas brasileiras apresentam melhor desempenho e são mais valorizadas em períodos de boa classificação de risco do Brasil. Como era esperado, a inclusão da alavancagem financeira mostra que o nível de endividamento reduz significativamente a performance das firmas, apesar da influência positiva das variáveis defasadas.

Os resultados das regressões para os testes de robustez confirmam que a adoção de boas práticas de governança corporativa melhora o desempenho das empresas brasileiras, conforme já encontrado anteriormente, e corrobora com o estudo de Muniandy e Hillier (2015) para as firmas localizadas na África do Sul. A relação negativa dos dois índices com o retorno sobre ativo poderia estar indicando que a dispersão acionária e a eliminação do poder de barganha dos diretores geram uma certa persistência dos conflitos de interesses entre acionistas e gestores. No entanto, esses mecanismos apresentam sinais positivos com ROE e Q de Tobin mostrando que é importante para o mercado não haver dualidade das funções CEO e presidente do conselho de administração, possuir maior proporção de membros deste conselho e diretores não eleitos pelos controladores, além de possuir uma estrutura de propriedade diluída e ter suas contas auditadas pelo menos por uma das quatro firmas de auditorias mais reconhecidas no mundo.

Por refletir a estabilidade política e as boas condições econômicas, o *rating soberano* pode ser considerado como um instrumento que mede o desempenho e o valor de companhias

que atuam em países bem classificados pelas agências. Esses achados também reforçam as evidências defendidas pela literatura explicando a razão pela qual as firmas localizadas em países classificados no grau de investimento são mais valorizadas (Cantor & Parker, 1996; White, 2010; Jiraporn et al., 2012). Era esperado que a melhor performance no ano anterior exercesse um impacto positivo sobre o ano corrente, todavia, o alto nível de endividamento continua sendo um aspecto desfavorável para as companhias brasileiras.

Tabela 23

Governança Corporativa, Estrutura de Capital, Rating e Desempenho – Teste de Robustez

| Varável | ALAV | ROA | ROA1 | ROE | ROE1 | Q_Tobin | Q_Tobin1 |
|---------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| IGOV1 | 0.0049 | -0.0019*** | -0.0005 | -0.0007 | 0.0024 | 0.0185* | 0.0205** |
| IGOV2 | 0.0007 | -0.0039** | -0.0035** | 0.0061** | 0.0070*** | 0.0316*** | 0.0324*** |
| TAM_F | 0.0106*** | 0.0002 | 0.0023*** | 0.0001 | 0.0050** | -0.0089 | -0.0062 |
| TANG | 0.0557*** | -0.0339*** | -0.0285*** | -0.0752*** | -0.0643*** | -0.0889*** | -0.0821*** |
| MBV | -0.0043 | -0.0038** | -0.0049*** | -0.0126*** | -0.0151*** | 0.1619*** | 0.1615*** |
| CAPEX | -0.0219 | -0.0881*** | -0.0372 | -0.1924** | -0.0772 | 0.5179** | 0.5921** |
| LC | -0.0286*** | 0.0099*** | 0.0042*** | 0.0191*** | 0.0062*** | 0.0242** | 0.0164* |
| LIQ_CX | -0.1216*** | 0.8474*** | 0.8413*** | 1.5485*** | 1.5419*** | 0.8795*** | 0.8624*** |
| RATS | 0.0077*** | 0.0099*** | 0.0087*** | 0.0254*** | 0.0228*** | 0.0068** | 0.0064** |
| DALAV | 0.6954*** | | | | | | |
| DROA | | 0.0664* | 0.0532 | | | | |
| ALAV | | | -0.0857*** | | -0.1941*** | | -0.1168** |
| DROE | | | | 0.2882*** | 0.2623*** | | |
| DTobin | | | | | | 0.4956*** | 0.4917*** |
| _cons | 0.003 | -0.2360*** | -0.2166*** | -0.7960*** | -0.7583*** | 0.3676*** | 0.3863*** |
| Obs. | 1422 | 1422 | 1422 | 1397 | 1397 | 1350 | 1350 |
| VIF | 1,29 | 1,27 | 1,35 | 1,29 | 1,36 | 1,41 | 1,47 |
| Ano | Sim |
| Setor | Sim |

Fonte: Resultados da Pesquisa

Além da análise a nível nacional, os testes de robustez também foram executados no nível regional, e os resultados das regressões são apresentados na Tabela 24. A diferença entre as duas sub-amostras pode ser observada com o baixo poder de entrincheiramento do CEO

(IGOV2) apresentando uma relação negativa com a alavancagem das empresas que atuam no TMAP e Sul de Goiás (ALAV_R), enquanto isso, o baixo poder de influência dos controladores no conselho (IGOV1) afeta positivamente as outras firmas que não são ativas nas mesorregiões (ALAV_O). O *rating* soberano, assim como a alavancagem do ano anterior aumentam a dívida do ano corrente, indicando que em situação de estabilidade política e econômica as companhias aproveitam da disponibilidade de capital no mercado financeiro para se alavancar, conforme estipulado pela teoria do *Market timing* discutido por Myers e Majluf, 1984) e Harris e Raviv (1991).

Tabela 24
Governança Corporativa, Estrutura de Capital, Rating e Desempenho – Regionalidade

| | ALAV_R | ALAV_O | ROA_R | ROA_O | ROE_R | ROE_O | Q_Tobin_R | Q_Tobin_O |
|---------------|-------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| IGOV1 | -0.001 | 0.0062* | 0.0054*** | -0.0022** | 0.0044 | -0.0014 | 0.0678*** | 0.0057 |
| IGOV2 | -0.0077*** | 0.0014 | -0.001 | -0.0037** | -0.0087 | 0.014*** | 0.0500*** | 0.0283*** |
| TAM_F | 0.010 | 0.013*** | -0.0002 | 0.004*** | -0.0012 | 0.0078* | -0.0376** | -0.0004 |
| TANG | 0.0867*** | 0.049*** | -0.047*** | -0.022*** | -0.0710* | -0.059*** | 0.0891 | -0.091*** |
| MBV | -0.0008 | -0.0019 | -0.0028 | -0.006*** | 0.0015 | -0.026*** | 0.2000*** | 0.1491*** |
| CAPEX | 0.0918 | -0.0593 | -0.0486* | -0.0298 | -0.233*** | -0.02 | 0.7561 | 0.6337** |
| LC | -0.0394*** | -0.027*** | 0.0066*** | 0.004*** | 0.0155** | 0.0035* | -0.0084 | 0.0244*** |
| LIQ_CX | -0.3373** | -0.0973** | 0.8244*** | 0.852*** | 1.575*** | 1.583*** | 0.3718 | 0.8818*** |
| RATS | 0.0097*** | 0.008*** | 0.0089*** | 0.008*** | 0.021*** | 0.024*** | 0.0234** | 0.0295*** |
| DALAV | 0.6014*** | 0.702*** | | | | | | |
| ALAV | | | -0.088*** | -0.080*** | -0.140*** | -0.230*** | -0.563*** | -0.0969** |
| DROA | | | 0.0058 | 0.0479 | | | | |
| DROE | | | | | 0.2246** | 0.247*** | | |
| DTobin | | | | | | | 0.4443*** | 0.4852*** |
| Cons | 0.1322 | -0.0827 | 0.236*** | -0.22*** | -0.80*** | -0.76*** | 0.368*** | 0.3863*** |
| Obs. | 416 | 1006 | 416 | 1006 | 412 | 985 | 397 | 953 |
| VIF | 1,52 | 1,27 | 1,65 | 1,32 | 1,63 | 1,33 | 1,83 | 1,40 |
| Ano | Sim | Sim | Sim | Sim | Sim | Sim | Sim | Sim |
| Setor | Sim | Sim | Sim | Sim | Sim | Sim | Sim | Sim |

Fonte: Resultados da Pesquisa

Em relação ao desempenho, encontrou-se que o IGOV1 aumenta o retorno sobre o ativo das empresas que são ativas nas mesorregiões, porém seu impacto é negativo para as firmas que atuamativamente nas mesorregiões. Nenhum dos índices de governança influenciou o retorno sobre o patrimônio líquido das companhias do TMAP, porém, o IGOV2 apresentou uma relação positiva com o ROE daquelas que não são ativas nas mesorregiões. As evidências apontam que tanto o IGOV1 e o IGOV2 aumentam o valor de mercado das empresas do TMAP, enquanto isso somente o IGOV2 que afeta significativamente as companhias que não possuem negócios no TMAP. Como era esperado, o *rating* soberano, a defasagem do retorno sobre patrimônio líquido e do Q de Tobin apresentam uma associação positiva com a performance de todas as empresas, independentemente de estarem localizadas ou não nas mesorregiões.

De modo geral os resultados confirmaram as diferenças anteriormente observadas na relação entre a governança corporativa, alavancagem e desempenho entre as empresas que atuam no Triângulo Mineiro e do Alto Paranaíba e do Sul de Goiás e aquelas que não são ativas nas mesorregiões. Além disso, permanece a percepção positiva do mercado quanto as companhias do TMAP que adotam as melhores práticas de governança que reduzem o poder dos acionistas controladores e dos diretores. Como os dois índices influenciaram negativamente o retorno sobre ativo das firmas que não são ativas nas mesorregiões, isso poderia indicar que o conflito de agência é mais intenso nas mesmas.

3.6 Síntese dos Principais Resultados da Análise de Regressão

Nesta seção realiza-se uma síntese dos resultados alcançados e já discutidos neste capítulo e apresenta-se um panorama sobre as hipóteses testadas tanto no nível nacional quanto no nível regional. Como pode-se observar para a amostra geral na Tabela 25, das variáveis de governança corporativa, a reputação da auditoria (REPU) e a proporção de *outsider* (OUT) se relacionam positivamente com a alavancagem, enquanto isso, a concentração acionária (CONC) e dualidade das funções CEO/presidente do conselho a impactam negativamente.

Em relação ao desempenho, percebe-se que de um lado o tamanho do conselho de administração (TAM_C), a concentração acionária e os conselheiros profissionais (PROF) tiveram efeito negativo no retorno sobre ativo (ROA), por outro lado, o impacto foi positivo para presença de conselheiros *outsider*. O retorno sobre o patrimônio líquido foi impactado de forma positiva pela reputação da auditoria (REPU) e conselheiros profissionais (PROF) e negativa pela independência do conselho (IND_C). O Q de Tobin, por sua vez, apresentou uma

relação positiva com o tamanho do conselho, reputação da auditoria (REPU) e conselheiros profissionais (PROF), e negativa com *outsiders*. Como era esperado, o *rating* soberano teve influência positiva na alavancagem, no ROA e no Q de Tobin.

Tabela 25
Síntese dos resultados da pesquisa (nível nacional)

| Variáveis dependentes / Independentes | ALAV | | ROA | | ROE | | Q de Tobin | |
|---------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------------|------|
| | Esp. | Enc. | Esp. | Enc. | Esp. | Enc. | Esp. | Enc. |
| TAM_C | -/+ | | - | - | - | | + | + |
| IND_C | + | | + | | + | - | + | |
| REPU | + | + | + | | + | + | + | + |
| CONC | + | - | + | - | + | | + | |
| DUAL | - | - | - | | - | | - | |
| OUT | + | + | + | + | - | | - | - |
| PROF | - | - | + | - | + | + | + | + |
| RATS | + | + | + | + | + | | + | + |
| ALAV | | | - | | - | - | - | - |

Nota: TAM_C - Tamanho do conselho de administração; IND_C – Independência do conselho de administração; REPU – Reputação da auditoria; CONC – Concentração Acionária; DUAL – dualidade das funções CEO e presidente do conselho de administração; OUT – conselheiros *outsider*; PROF – Conselheiros profissionais; ALAV – Alavancagem financeira; RATS – *Rating* soberano; ROA – retorno sobre ativo; ROE retorno sobre patrimônio líquido; Q de Tobin; Esp. – sinal esperado e Enc. Sinal encontrado.

Fonte: Resultados da pesquisa.

Para o nível regional, os resultados são expostos na Tabela 26. Para alavancagem encontrou-se diferenças significativas na relação entre governança corporativa, alavancagem e desempenho comparando as empresas presentes no TMAP e aquelas que não possuem negócios na região. Como pode-se observar, se o tamanho do conselho de administração (TAM_C) e a concentração acionária (CONC) influenciaram negativamente o endividamento das firmas ativas nas mesorregiões, essa relação foi positiva para as companhias que não são ativas naquela área, além da independência do conselho (IND_C) que teve o mesmo efeito. A alavancagem das empresas que atuam no TMAP e no Sul de Goiás foi impactada pela reputação da auditoria (REPU) e pela presença de *outsiders* (OUT) no conselho. O *rating* soberano teve efeito significativo apenas no endividamento das companhias não ativas nas mesorregiões.

No que diz respeito ao desempenho, o retorno sobre ativo nas duas sub-amostras foi influenciado positivamente pela reputação da auditoria (REPU) e a presença de diretores *outsiders* (OUT) e negativamente pela dualidade das funções CEO/presidente do conselho (DUAL). A diferença se deu pelas empresas que não desenvolvem atividades nas mesorregiões que teve influência positiva dos conselheiros profissionais (PROF) e negativa do tamanho do conselho de administração (TAM_C) e da concentração acionária (CONC). O ROE das

empresas que mantém negócios no TMAP e do Sul de Goiás teve impacto negativo da concentração acionária (CONC) e positivo de conselheiros profissionais, que além do tamanho do conselho e a reputação da auditoria também melhoraram o ROE daquelas companhias que não são ativas nas mesorregiões.

Tabela 26
Síntese dos resultados da pesquisa (Regionalidade)

| Variáveis dependentes / Independentes | ALAV | | ROA | | ROE | | Q de Tobin | |
|---------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------------|--------|
| | Região | Outras | Região | Outras | Região | Outras | Região | Outras |
| TAM_C | - | + | | - | | + | + | |
| IND_C | | + | | | | - | | |
| REPU | + | | + | + | | + | + | + |
| CONC | - | + | | - | - | | - | + |
| DUAL | | | - | - | | | | |
| OUT | + | | + | + | | | - | - |
| PROF | | | | + | + | + | + | + |
| RATS | | + | + | + | + | + | | + |
| ALAV | | | | | - | - | - | - |

Nota: TAM_C - Tamanho do conselho de administração; IND_C – Independência do conselho de administração; REPU – Reputação da auditoria; CONC – Concentração Acionária; DUAL – dualidade das funções CEO e presidente do conselho de administração; OUT – conselheiros *outsider*; PROF – Conselheiros profissionais; ALAV – Alavancagem financeira; RATS – Rating soberano; ROA – retorno sobre ativo; ROE retorno sobre patrimônio líquido; Q de Tobin.

Fonte: Resultados da pesquisa

O Q de Tobin das duas sub-amostras teve os mesmos efeitos para as variáveis de conselheiros profissionais, conselheiros *outsiders* e reputação da auditoria. O desempenho de mercado das empresas do TMAP e do Sul de Goiás se relacionou de forma positiva com o tamanho do conselho de administração e negativa com a concentração acionária que, por sua vez, afetou positivamente nas outras companhias. Como era esperado o *rating* soberano apresentou uma relação significativa no desempenho de todas as firmas, com exceção ao Q de Tobin daquelas que atuam nas mesorregiões o qual não mostrou relação significante. A alavancagem financeira reduziu significativamente o desempenho.

A Tabela 27 apresenta a síntese dos resultados para os testes de robustez no nível nacional, mostrando que nenhum dos índices de governança construídos teve impacto significativo na alavancagem. Se os dois indicadores de governança corporativa influenciam negativamente o retorno sobre ativo e positivamente o Q de Tobin, somente IGOV2 teve impacto positivo no retorno sobre o patrimônio líquido. O *rating* soberano continua mantendo sua relação positiva com o endividamento e a performance, além das variáveis defasadas que foram incluídas nos modelos.

Tabela 27

Síntese dos resultados da pesquisa (Teste de Robustez – Nível Nacional)

| Variáveis dependentes / Independentes | ALAV | | ROA | | ROE | | Q de Tobin | |
|---------------------------------------|----------------|------------------|----------------|------------------|----------------|------------------|----------------|------------------|
| | Sinal Esperado | Sinal Encontrado |
| IGOV1 | + | | + | - | + | | + | + |
| IGOV2 | + | | + | - | + | + | + | + |
| ALAV | | | - | - | - | - | - | - |
| RATS | + | + | + | + | + | + | + | + |
| DALAV | + | + | | | | | | |
| DROA | | | + | + | | | | |
| DROE | | | | | + | + | | |
| DQ_Tobin | | | | | | | + | + |

Nota: IGOV1 - baixo poder de influência dos acionistas controladores no conselho (independência do conselho de administração, proporção de diretores não eleitos pelo controlador, ações não detidas pelos três maiores acionistas); IGOV2 - índice que reflete baixo poder de entrincheiramento do CEO (tamanho do conselho de administração, reputação da auditoria e a não dualidade das funções do CEO e presidente do conselho); ALAV – Alavancagem financeira; RATS – Rating soberano; ROA – retorno sobre ativo; ROE retorno sobre patrimônio líquido; Esp. – sinal esperado e Enc. Sinal encontrado.

Fonte: Resultados da pesquisa.

Para o nível regional, conforme destacado na Tabela 28, os testes de robustez apontam que o IGOV2 teve influência negativa na alavancagem das empresas que possuem negócios nas mesorregiões, enquanto o IGOV1 teve impacto apenas nas outras firmas. Os dois indicadores de governança mantêm relação positiva com o Q de Tobin das companhias presentes no TMAP e do Sul de Goiás e negativa com o ROA daquelas que não possuem negócios nas mesorregiões. Somente o ROE destas empresas foi afetado positivamente pelo IGOV2, enquanto isso, o IGOV1 exerceu impacto positivo no ROA das empresas não ativas nas regiões. Os testes de robustez confirmam que o rating soberano continua sendo uma variável favorável ao endividamento e o desempenho das firmas. É confirmado também que a alavancagem financeira afeta a relação a GC e a performance das duas sub-amostras.

As Tabelas 29 e 30 apresentam um panorama sobre todas as hipóteses que foram testadas tanto no nível nacional quanto no nível regional. Nelas destacam-se aquelas que foram totalmente ou parcialmente confirmadas pelas regressões, assim como pelos testes de robustez realizados neste trabalho. A partir dos resultados encontrados para o nível nacional pode-se destacar que a hipótese 1 “H1 - Há uma relação positiva entre a governança corporativa e a alavancagem das empresas brasileiras listadas na B3”, não foi confirmada pelo teste de robustez. As evidências comprovam parcialmente a hipótese 2 (H2 - Há uma relação positiva entre os mecanismos de governança corporativa e o desempenho das empresas brasileiras

listadas na B3), pois a rejeitou para o ROA que mostrou efeito contrário dos índices no teste de robustez.

Tabela 28
Síntese dos resultados da pesquisa (Teste de Robustez - Regionalidade)

| Variáveis dependentes / Independentes | ALAV | | ROA | | ROE | | Q de Tobin | |
|---------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------------|--------|
| | Região | Outras | Região | Outras | Região | Outras | Região | Outras |
| IGOV1 | | + | + | - | | | + | |
| IGOV2 | - | | | - | | + | + | + |
| ALAV | | | - | - | - | - | - | - |
| RATS | + | + | + | + | + | | + | + |
| DALAV | + | + | | | | | | |
| DROA | | | + | + | | | | |
| DROE | | | | | + | + | | |
| DQ_Tobin | | | | | | | + | + |

Nota: **IGOV1** - baixo poder de influência dos acionistas controladores no conselho (independência do conselho de administração, proporção de diretores não eleitos pelo controlador, ações não detidas pelos três maiores acionistas); **IGOV2** - índice que reflete baixo poder de entrincheiramento do CEO (tamanho do conselho de administração, reputação da auditoria e a não dualidade das funções do CEO e presidente do conselho); ALAV – Alavancagem financeira; RATS – Rating soberano; ROA – retorno sobre ativo; ROE retorno sobre patrimônio líquido e Q de Tobin.

Fonte: Resultados da pesquisa.

Considerando que a inclusão da alavancagem nos modelos reduz significativamente o grau de influência das variáveis de governança corporativa investigadas individualmente ou de forma agregada no desempenho, pode-se ressaltar que neste trabalho, confirmou-se a hipótese 3 que também foi elencada por Detthamronga *et al.* (2017) (H3 - A alavancagem medeia a relação entre a governança corporativa e o desempenho das empresas brasileiras). Por fim, todos os cenários testados levaram a afirmação da Hipótese 4 (H4 - A melhoria do rating soberano do Brasil influencia positivamente a alavancagem e o desempenho das empresas).

Tabela 29
Resumo das hipóteses - (Nível Nacional)

| Hipóteses | Texto da hipótese | Confirmada regressão inicial? | Confirmada no teste de robustez? |
|----------------------|---|-------------------------------|----------------------------------|
| H₁ | Há uma relação positiva entre a governança corporativa e a alavancagem das empresas brasileiras listadas na B3. | Sim | Não |
| H₂ | Há uma relação positiva entre os mecanismos de governança corporativa e o desempenho das empresas brasileiras listadas na B3. | Sim | Sim (rejeitada/ ROA) |
| H₃ | A alavancagem medeia a relação entre a governança corporativa e o desempenho das empresas brasileiras. | Sim | Sim |
| H₄ | A melhoria do rating soberano do Brasil influencia positivamente a alavancagem e o desempenho das empresas. | Sim | Sim |

Fonte: Resultados da pesquisa

Para o nível regional, os resultados confirmam hipótese 1 (H1 - Há uma relação positiva entre a governança corporativa e a alavancagem das empresas brasileiras listadas na B3) para as duas sub-amostras, porém, o teste de robustez a rejeita para empresas presentes no Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba e do Sul de Goiás. As evidências também comprovaram a hipótese 2 (H2 - Há uma relação positiva entre os mecanismos de governança corporativa e o desempenho das empresas brasileiras listadas na B3), a hipótese 3 (A alavancagem medeia a relação entre a governança corporativa e o desempenho das empresas brasileiras) e a hipótese 4 (H4 - A melhoria do *rating* soberano do Brasil influencia positivamente a alavancagem e o desempenho das empresas) tanto nas regressões iniciais quanto no teste de robustez.

Tabela 30

Resumo das hipóteses - (Regionalidade)

| Hipóteses | Texto da hipótese | Em da Região do TMAP | | Outras | |
|----------------------|---|--------------------------------------|---|--------------------------------------|---|
| | | Confirmada regressão inicial? | Confirmada no teste de robustez? | Confirmada regressão inicial? | Confirmada no teste de robustez? |
| H₁ | Há uma relação positiva entre a governança corporativa e a alavancagem das empresas brasileiras listadas na B3. | Sim | Rejeitada | Sim | Sim |
| H₂ | Há uma relação positiva entre os mecanismos de governança corporativa e o desempenho das empresas brasileiras listadas na B3. | Sim | Sim (Neutra / ROE) | Sim | Sim (Rejeita / ROA) |
| H₃ | A alavancagem medeia a relação entre a governança corporativa e o desempenho das empresas brasileiras. | Sim | Sim | Sim | Sim |
| H₄ | A melhoria do <i>rating</i> soberano do Brasil influencia positivamente a alavancagem e o desempenho das empresas. | Sim | Sim | Sim | Sim |

Fonte: Resultados da pesquisa

3.7 Considerações Finais

Este trabalho investigou, nas dimensões nacional e regional, a relação entre a governança corporativa, a alavancagem e o desempenho das empresas não financeiras listadas na B3, considerando os impactos do *rating* soberano no período de 2010 a 2017. As variáveis dependentes adotadas nos modelos econôméticos foram alavancagem, ROA e ROE. Foram considerados sete (7) mecanismos de GC que envolvem a dualidade das funções entre CEO e presidente do conselho, conselheiros profissionais, conselheiros *outsiders*, reputação da

auditoria, concentração de propriedade e controle, tamanho e independência do conselho de administração.

Para o nível regional, a amostra foi dividida em duas sub-amostras, sendo que uma incluiu todas as empresas que possuem sede/planta/ representante/filiais/subsídios no Triângulo Mineiro, Alto Paranaíba e Sul de Goiás. A outra amostra foi composta de todas as firmas que não são ativas nas mesorregiões. Como variável inovadora, foi adicionado o *rating* soberano visando descobrir como se comportam a alavancagem financeira e o desempenho das empresas diante das variações da classificação de risco do Brasil pelas agências de *rating*.

Usando regressão linear com dados em painel, os principais resultados revelaram que as empresas que adotam melhores práticas de governança corporativa, são mais alavancadas quando há presença de um *outsider* ou um profissional no conselho de administração, e quando seus relatórios contábeis são auditados por uma das quatro maiores firmas de auditoria. Entretanto, a dualidade do CEO/Presidente do Conselho e a concentração de propriedade e controle diminuem a alavancagem. Encontramos que, em períodos de boa classificação do *rating* de crédito no Brasil, as empresas mais antigas, que possuem maior volume de ativos tangíveis e realizam mais despesas de capital, enfrentam menores restrições financeiras para se endividar, em consequência são mais alavancadas, o que corrobora a teoria do *Trade Off*. Também, foi possível observar que seguindo a teoria da *Pecking Order*, as corporações priorizam recursos internos, usando o nível de liquidez para reduzir o endividamento.

Em relação aos impactos da governança corporativa, do *rating* soberano e da alavancagem sobre o desempenho, encontramos que enquanto o tamanho do conselho de administração, a concentração acionária e a presença de conselheiros profissionais reduzem o ROA das empresas; a presença de um *outsider* aumenta o ROA. Por outro lado, descobrimos que a reputação da auditoria, assim como a presença de conselheiros profissionais aumenta o ROE; já a independência do conselho, por sua vez, o influencia negativamente. A inclusão do *rating* soberano nas regressões mostrou que conforme a teoria de *Market Timing*, em períodos de boa classificação de risco Brasil, as companhias são mais alavancadas e conseguem garantir melhor retorno sobre seus ativos. Observamos também que, com a adoção de boas práticas de governança corporativa, o ROE das firmas é afetado de forma negativa e significativa quando as companhias possuem alto nível de alavancagem.

Os resultados para o nível regional indicaram que o *rating* soberano exerceu um impacto mais significativo na alavancagem de companhias que não atuam nas mesorregiões. Os períodos de boa classificação de risco do Brasil sinalizam melhores retornos sobre o ativo para

ambas as subamostras, porém, o *rating* soberano é mais significativo nos modelos que consideram o ROE como variável dependente e para as firmas que desenvolvem atividade no Triângulo Mineiro, Alto Paranaíba e no Sul de Goiás. Foi possível observar que a alavancagem das empresas que atuam no TMAP e no Sul de Goiás foi influenciada positivamente pela reputação da auditoria e a presença de conselheiro *outsider* e negativamente pelo tamanho do conselho de administração e a concentração de propriedade e controle, enquanto aquelas que não são ativas nas mesorregiões são mais alavancadas quanto o conselho é grande, e quando há mais membros independentes em sua composição.

Empresas presentes no TMAP e no Sul do Goiás são mais rentáveis quando seus relatórios são auditados por uma das quatro maiores firmas de auditoria e quando há presença de *outsider* no conselho, enquanto a dualidade do CEO e presidente do conselho destrói o ROA das mesmas. Já para as outras companhias, se o tamanho do conselho de administração, a concentração de controle, dualidade das funções de CEO e presidente do conselho diminuem o retorno sobre ativo, por outro lado, a reputação da auditoria, a presença de conselheiros *outsiders* e profissionais no conselho melhora o desempenho. Em relação ao retorno sobre o patrimônio líquido, as evidências apontam que nas mesorregiões deste estudo, as firmas são mais rentáveis somente quando há presença de conselheiros profissionais, enquanto para as outras, além desta variável, a reputação da auditoria e o tamanho do conselho também são favoráveis a elas. Se a concentração de propriedade e controle reduz o ROA das companhias que atuam no TMAP e no Sul de Goiás, para aquelas que não atuam nas mesorregiões, a independência do conselho de administração gera redução do ROE.

Este trabalho corrobora com a literatura ao testar em conjunto os impactos de sete variáveis de governança corporativa, alavancagem financeira e o *rating* soberano no desempenho das empresas não financeiras brasileiras listadas na B3. Ademais, fornece evidências empíricas de que qualidade da classificação de crédito do Brasil, pode melhorar a alavancagem e a performance das firmas independentemente de onde elas atuam. Corroborando com a teoria da agência, os resultados mostram que quando o presidente do conselho é também o CEO, as empresas são mais alavancadas, uma vez que reduz o conflito entre os gestores e os credores, porém, prejudica significativamente a riqueza dos acionistas. Destaca-se a necessidade para que as companhias adotem práticas de governança corporativa que sejam capazes de elevar o desempenho, de forma a reduzir seus conflitos de agência e problemas de assimetria da informação. O estudo também evidenciou que há alguns mecanismos de GC que se destacam mais que os outros para melhorar a performance das empresas.

Este trabalho teve algumas limitações, por exemplo, a dificuldade de tratar da endogeneidade na relação entre governança, desempenho e alavancagem, além disso, como as empresas não atuam somente nas mesorregiões contempladas, a forma de dividir a amostra não permitiu afastar os efeitos de aspectos oriundos de suas atividades em outras partes do Brasil. Para futuras pesquisas, sugere-se adotar outros modelos de regressão, como o Método Generalizado de Momentos que podem fornecer melhores estimadores, pode-se também verificar possíveis efeitos sobre o endividamento de longo e de curto prazo, além de adotar outras métricas para desempenho e governança corporativa. Ademais, o nível regional poderá ser abordado de modo diferente.

Capítulo 4: Conclusão Geral

Por muito tempo as discussões sobre a teoria da firma eram concentradas sobre a combinação de insumos e produtos para maximizar o valor presente das empresas, sem, portanto, se preocupar com os conflitos entre os agentes. Jensen e Meckling (1977) enxergaram a teoria da firma como “uma caixa preta” em que há informações que ainda precisam ser desvendadas pela literatura, como contribuição levantaram as diversas facetas das ações gerenciais e suas implicações no valor da firma e na riqueza dos acionistas. A teoria da agência assume um papel determinante nas diversas abordagens que tratam do comportamento de entrincheiramento dos gestores e como o mesmo afeta a maximização da riqueza dos acionistas.

A influência das teorias econômicas aponta outros aspectos que são considerados pelos estudos que versam sobre as teorias inerentes a firma. Neste contexto, pode-se destacar que há uma conexão entre as diversas abordagens teóricas mostrando que além dos fatores internos controlados pelos gestores, existem também os elementos externos não controlados pelos administradores que merecem atenção. Esta preocupação pode ser observada pelos inúmeros trabalhos que estudam as finanças das organizações considerando os impactos dos ambientes internos – características intrínsecas e estrutura de governança – e externos – impactos dos fatores econômicos, políticos e sociais (Aggarwal, 2009; Bokpin, 2009; Djankov et al., 2008; Zeitun, Temimi & Mimouni, 2017).

Nesta perspectiva, este trabalho estudou em dimensões internacional, nacional e regional a relação entre governança corporativa, estrutura de capital e desempenho da firma, considerando os impactos do *rating* soberano emitido pelas agências de classificação de risco. De modo geral, o assunto foi abordado nas duas etapas seguintes: 1) na primeira etapa, em uma dimensão internacional foi utilizado um modelo de regressão multinível para analisar os impactos do *rating* soberano, da governança corporativa e da estrutura de capital no valor e no desempenho das empresas não financeiras listadas nas principais bolsas de valores localizadas na América Latina; 2) na segunda etapa, com uma perspectiva nacional e regional estudou-se a relação entre a alavancagem, a governança corporativa e o desempenho das empresas brasileiras não financeiras listadas na B3, considerando a variação do *rating* soberano do Brasil.

O primeiro estudo apresentado no capítulo 2 foi baseado nos trabalhos de Afonso, Furceri e Gomes (2012), Ghafran e O’Sullivan, (2017) e Kieschnick e Moussawi (2018) para a escolha de 7 variáveis de governança corporativa, a estrutura de capital e o *rating* soberano para investigar a relação com a alavancagem e o desempenho na América Latina entre 2004 e 2018. De forma distinta da maior parte da literatura, as variáveis de governança foram incluídas

diretamente nas regressões, o que permitiu observar o efeito individual de cada mecanismo. Foi empregado um modelo de regressão multinível. Os resultados mostraram que o nível firma foi responsável pela maior parte das variações na estrutura de capital e no desempenho. O nível tempo influenciou significativamente a variação na dívida em longo prazo e no retorno sobre o ativo, enquanto o nível país teve maior impacto na variação da dívida de curto prazo e no Q de Tobin.

O estudo evidenciou que o *rating* soberano influência de forma significativa tanto o endividamento quanto o valor e desempenho das empresas latino americanas. Dos mecanismos de governança corporativa, o tamanho do conselho de administração assim como a dualidade das funções CEO e membros ativos do conselho podem destruir o valor das firmas. A pesquisa mostrou que possuir e manter independente um comitê de auditoria pode facilitar o acesso a capital e aumentar a performance de companhias da América Latina. A inclusão das variáveis de estrutura de capital na relação ocasiona uma redução significativa no grau de influência da governança corporativa na performance, e aponta que o endividamento destrói o valor das companhias na região. De modo geral este estudo trouxe evidências demonstrando que em períodos de boa classificação do *rating* soberano as empresas são mais valorizadas.

No segundo estudo contemplado pelo capítulo 3 investigou-se nos níveis nacional e regional a relação entre a governança corporativa, a alavancagem e o desempenho das empresas brasileiras não financeiras listadas na B3, considerando os impactos do *rating* soberano do Brasil no período de 2010 a 2017. Foram consideradas sete métricas de governança baseadas nos trabalhos de Detthamronga et al. (2017) e Lefort e Urzia (2008), e foi utilizado regressão linear múltipla com dados em painel com efeitos fixos para a análise dos dados.

No nível nacional, as evidências mostraram que as empresas que adotam melhores práticas de governança corporativa, são mais alavancadas quando há presença de um *outsider* ou um profissional no conselho de administração, e quando seus relatórios contábeis são auditados por uma firma de auditoria confiável. A dualidade do CEO/Presidente do Conselho e a concentração de propriedade e controle diminuem a alavancagem. Foi encontrado que o tamanho do conselho de administração, a concentração acionária, presença de conselheiros profissionais e a independência do conselho destroem a rentabilidade das companhias, enquanto isso, a reputação da auditoria e a presença de *outsiders* melhoram significativamente. Foi possível observar que em períodos de boa classificação do *rating* soberano do Brasil, as empresas são mais valorizadas, porém, a alavancagem financeira reduz a performance.

Para o nível regional, a amostra foi dividida em duas sub-amostras, sendo que uma incluiu todas as empresas que atenderam a pelo menos uma das condições seguintes: possuir

sede, planta, representante, filiais ou subsídios no Triângulo Mineiro, Alto Paranaíba e o Sul de Goiás. A outra amostra corresponde aquelas que não atenderam a nenhum dos critérios estabelecidos. Os resultados não mostraram diferenças significativas no impacto do *rating* soberano sobre a alavancagem e o desempenho das duas sub-amostras. Entretanto, foi observado que o endividamento das empresas que atuam no TMAP e no Sul de Goiás aumenta pela reputação da auditoria e quando há presença de um *outsider* no conselho de administração, porém o mesmo diminui quando há número maior de membros no conselho de administração e quando há concentração acionária. Paralelamente, as companhias que não são ativas nas mesorregiões são mais alavancadas quando o conselho de administração é grande e possui mais membros independentes.

Não foi encontrada diferença significativa dos impactos da reputação da auditoria, a dualidade das funções CEO e presidente do conselho, presença de conselheiros *outsiders* e profissionais no desempenho das duas sub-amostras. Entretanto, foi observado que a performance das companhias ativas no TMAP e no Sul do Goiás é influenciada negativamente pela concentração acionária e positivamente pelo tamanho do conselho, enquanto isso, para aquelas que não são ativas nas mesorregiões, o efeito dessas variáveis foi contrário, além da independência do conselho que teve uma relação negativa.

As evidências encontradas neste trabalho contribuem com a literatura financeira abordando fatores controlados e não controlados pelos gestores que podem influenciar a estrutura de capital assim como o desempenho das empresas latino americanas. A partir dos resultados pode-se concluir que mecanismos como criar e manter um comitê de auditoria independente é fundamental para a validação da qualidade e da fidedignidade das informações financeiras divulgadas pelas empresas, tendo em vista minimizar os problemas de agência e da assimetria informacional. Ficou claro que a adoção de boas práticas de governança corporativa é favorável a maximização do valor das firmas nos três níveis investigados, entretanto, vale destacar que o endividamento destrói o desempenho e reduz o grau de influência da governança.

Evidencia-se empiricamente que os períodos de boa classificação do risco soberano podem indicar maior nível de endividamento e melhorar a performance das empresas estudadas nos níveis multipaís, nacional e regional, o que corrobora com as teorias do *Trade Off* e do *Market Timing* discutidas por Myers (1977) e Harris e Raviv (1991). Sendo assim, contribui-se com a literatura fornecendo suporte que pode esclarecer o entendimento sobre a teoria da agência para esta região. Outra grande contribuição deste feito é o uso do modelo de regressão multinível que forneceu aos leitores resultados confiáveis.

Como contribuição prática, este estudo pode auxiliar os gestores na escolha de mecanismos de governança que podem ser adotados para aumentar o desempenho e o valor das empresas em período de alta percepção de risco soberano, e orientar suas estratégias de endividamento para reduzir os conflitos de agência entre os acionistas, credores e os *stakeholders*. Os investidores individuais e institucionais podem conseguir suporte para suas decisões de investimento. Destaca-se que os governos latino americanos, principalmente o Brasil devem trabalhar para manter o *rating* soberano no grau de investimento a fim de aumentar a liquidez do mercado e garantir a disponibilidade de recursos para as empresas.

Em termos de limitações neste trabalho, pode-se destacar que não foi possível obter dados de governança corporativa para Bolívia, Equador e Venezuela, o que levou a exclusão desses países, porém, isto pode sinalizar um atraso em termos de adoção de boas práticas de governança. Outra limitação seria na abordagem do nível regional, não foi possível afastar os efeitos de aspectos oriundos das atividades das empresas em outras partes do Brasil. Em relação aos métodos empregados, no primeiro estudo (capítulo 2) não foi considerado o grau de influência do nível setor na relação, enquanto no segundo (capítulo 3) o modelo de regressão múltipla com dados em painel pode não ter considerado alguns efeitos não observáveis na relação. Cabe destacar que, apesar dos cuidados descritos nos testes de robustez empregados, a endogeneidade ainda permanece como limitação desta investigação, uma vez que a mesma não foi totalmente tratada.

Para futuras pesquisas, para a América Latina sugere-se incluir o efeito do setor utilizando neste sentido um modelo multinível de quatro níveis, além de procurar se existe dados de governança corporativa em outras fontes de dados para os países que foram excluídos, também poderá utilizar outros métodos para tratar a endogeneidade. Nos níveis nacional e regional, a sugestão seria experimentar outros modelos de regressão, como o Método Generalizado de Momentos, entre outros, que podem fornecer estimadores menos viesados, além de investigar possíveis efeitos sobre o endividamento de longo e de curto prazo. Poderá também empregar outras métricas para desempenho e governança corporativa. A regionalidade poderá ser abordada de modo diferente, utilizando outros critérios para selecionar a empresas.

Referências

- Abdallah, A. A. N., & Ismail, A. K. (2017). Corporate governance practices, ownership structure, and corporate performance in the GCC countries. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 46, 98-115. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2016.08.004>
- Abor, J. (2007). Corporate governance and financing decisions of Ghanaian listed firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 7(1), 83-92. <https://doi.org/10.1108/14720700710727131>
- Afonso, A., Furceri, D., & Gomes, P. (2012). Sovereign credit ratings and financial markets linkages: application to European data. *Journal of International Money and Finance*, 31(3), 606-638. <https://doi.org/10.1016/j.jimmonfin.2012.01.016>
- Aggarwal, R., & Kyaw, N. A. (2009). International variations in transparency and capital structure: Evidence from European firms. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 20(1), 1-34. <https://doi.org/10.1111/j.1467-646X.2009.01025.x>
- Aguilar, D. Q. (2016). *Impact of corporate governance on Peruvian banks' financial strength* (No. 12-2016). Graduate Institute of International and Development Studies Working Paper.
- Akbar, S., Poletti-Hughes, J., El-Faitouri, R., & Shah, S. Z. A. (2016). More on the relationship between corporate governance and firm performance in the UK: Evidence from the application of generalized method of moments estimation. *Research in International Business and Finance*, 38, 417-429. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.03.009>
- Akhtaruddin, M., Hossain, M. A. & Hossain, M. (2009). Corporate Governance and Voluntary Disclosure in Corporate Annual Reports of Malaysian Listed Firms. *JAMAR*. 7(2), 162- 174.
- Alali, F., Anandarajan, A., & Jiang, W. (2012). The effect of corporate governance on firm's credit ratings: further evidence using governance score in the United States, 52, 291–312. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2010.00396.x>
- Alchian, A. A. (1965). The basis of some recent advances in the theory of management of the firm. *The Journal of Industrial Economics*, 30-41. <https://doi.org/10.2307/2097649>
- Alchian, A. A., & Demsetz, H. (1972). Production, information costs, and economic Organization. *The American Economic Review*, 62(5), pp. 777-795.
- Aldamen, H., Duncan, K., Kelly, S., McNamara, R., & Nagel, S. (2012). Audit committee characteristics and firm performance during the global financial crisis. *Accounting & Finance*, 52(4), 971-1000. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2011.00447.x>
- Alqatamin, R. M. (2018). Audit committee effectiveness and company performance: evidence from Jordan. *Accounting and Finance Research*, 7(2), 48. <https://doi.org/10.5430/afr.v7n2p48>
- Álvarez, D. A., Torres, V. P., Palavecinos, B. S., & Riffó, P. D. (2010). Influencia de la deuda con el público y la concentración de la propiedad en la transparencia del mercado de capitales chileno. *Estudios Gerenciales*, 26(115), 79-92. [doi.org/10.1016/S0123-5923\(10\)70113-3](https://doi.org/10.1016/S0123-5923(10)70113-3)
- Ammann, M., Oesch, D., & Schmid, M. M. (2011). Corporate governance and firm value: International evidence. *Journal of Empirical Finance*, 18(1), 36-55. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2010.10.003>
- Antoniou, A., Guney, Y., & Paudyal, K. (2008). The determinants of capital structure: capital market-oriented versus bank-oriented institutions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(1), 59-92. <https://doi.org/10.1017/S0022109000002751>

- Ararat, M., Black, B. S., & Yurtoglu, B. B. (2017). The effect of corporate governance on firm value and profitability: Time-series evidence from Turkey. *Emerging Markets Review*, 30, 113-132. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2016.10.001>
- Arslan, M., Zaman, R., Malik, R. K., & Mehmood, A. (2014). Impact of CEO duality and audit committee on firm performance: A study of oil & gas listed firms of Pakistan. *Research Journal of Finance and Accounting, ISSN*, 2222-1697. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2515067>
- Ashbaugh Skaife, H., Collins, D. W., & LaFond, R. (2006). The effects of corporate governance on firms' credit ratings. *Journal of Accounting and Economics*, 42(1–2), 203–243. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.02.003>
- Bansal, N., & Sharma, A. K. (2016). Audit committee, corporate governance and firm performance: Empirical evidence from India. *International Journal of Economics and Finance*, 8(3), 103. <https://doi.org/10.5539/ijef.v8n3p103>
- 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>
- Bebchuk, L., Cohen, A., & Ferrell, A. (2004). What matters in corporate governance? Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper, (491). <https://doi.org/10.2139/ssrn.593423>
- Berkman, A. N., Iskenderoglu, O., Karadeniz, E., & Ayyildiz, N. (2016). Determinants of Capital Structure: The Evidence from European Energy Companies. *International Journal of Business Administration*, 7(6), 96-106.-<https://doi.org/10.5430/ijba.v7n6p96>
- Bernardo, C. J., Albanez, T., & Securato, J. R. (2018). Fatores Macroeconômicos e Institucionais, Composição do Endividamento e Estrutura de Capital de Empresas Latino-Americanas. *Brazilian Business Review*, 15(2), 152-174. <https://doi.org/10.5430/ijba.v7n6p96>
- Bhagat, S., Bolton, B., (2008). Corporate governance and firm performance. *J. Corp. Finance* 14, 257–273. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.03.006>
- Bokpin, G. A. (2009). Macroeconomic development and capital structure decisions of firms: Evidence from emerging market economies. *Studies in Economics and Finance*, 26(2), 129-142. <https://doi.org/10.1108/10867370910963055>
- Borisova, G., Brockman, P., Salas, J. M., & Zagorchev, A. (2012). Government ownership and corporate governance: Evidence from the EU. *Journal of Banking & Finance*, 36(11), 2917-2934. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.01.008>
- Brick, I.; Palmon, O. & Wald, J. K. (2006). CEO Compensation, director compensation, and firm performance: evidence of cronyism? *Journal of Corporate Finance*, v. 12 (3), p. 403–423 <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2005.08.005>
- Brooks, R., Do, H. X., Treepongkaruna, S., & Wu, E. (2014). The effects of sovereign rating drifts on financial return distributions: Evidence from the European Union. *International Review of Financial Analysis*, 34, 5-20. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2014.05.002>
- Buallay, A., Hamdan, A., & Zureigat, Q. (2017). Corporate governance and firm performance: evidence from Saudi Arabia. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 11(1), 78-98. <https://doi.org/10.14453/aabfj.v11i1.6>
- Bustillo, I., Perrotti, D. E., & Velloso, H. (2018). Sovereign credit ratings in Latin America and the Caribbean: Trends and impact on debt spreads. *Studies and Perspective Series*, 18, 1-52. <https://doi.org/10.1353/eco.2019.0011>

- Cai, J., Liu, Y., Qian, Y., & Yu, M. (2015). Information asymmetry and corporate governance. *Quarterly Journal of Finance*, 5(03), 1- 32. <https://doi.org/10.1142/S2010139215500147>
- Cai, P., Kim, S. J., & Gan, Q. (2016, February). The effects of sovereign credit rating on foreign direct investment. In *Proceedings of 15th World Business Research Conference* (pp. 25-26).
- Caixe, D. F., & Krauter, E. (2013). A influência da estrutura de propriedade e controle sobre o valor de mercado corporativo no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 24(62), 142-153. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772013000200005>
- Cantor, R., & Packer, F. (1996). Sovereign risk assessment and agency credit ratings. *European Financial Management*, 2(2), 247–256. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.1996.tb00040.x>
- Cardoso, D. F., & de Santana Ribeiro, L. C. (2015). Índice Relativo de Qualidade de Vida para os municípios de Minas Gerais. *Planejamento e Políticas Públicas*, (45).
- Carvalhal-da-Silva, A. & Leal, R. P. C. (2005). Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. *Revista Brasileira de Finanças*, 3(1), 1-18.
- Catapan, A. Colauto, R. D. & Barros, C. M. (2013). A Relação Entre a Governança Corporativa e o Desempenho Econômico-Financeiro de Empresas de Capital Aberto do Brasil. *Contabilidade, Gestão e Governança* v. 16 (2), 16 – 30.
- Chee, S. W., Fah, C. F., & Nassir, A. M. (2015). Macroeconomics Determinants of Sovereign Credit Ratings. *International Business Research*, 8(2), 42–50. <https://doi.org/10.5539/ibr.v8n2p42>
- Chen, S. S., Chen, H. Y., Chang, C. C., & Yang, S. L. (2016). The relation between sovereign credit rating revisions and economic growth. *Journal of Banking & Finance*, 64, 90-100. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.10.012>
- Chen, P. F., He, S., Ma, Z., & Stice, D. (2016). The information role of audit opinions in debt contracting. *Journal of Accounting and Economics*, 61(1), 121-144. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2015.04.002>
- Chen, S. S., Chen, H. Y., Chang, C. C., & Yang, S. L. (2013). How do sovereign credit rating changes affect private investment? *Journal of Banking & Finance*, 37(12), 4820-4833. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.09.002>
- Claessens, S.; Djankov, S.; Fan, J. P. H.; Lang, L. H. P. (2002). Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *The Journal of Finance*. v. 57(6), 2741-2771. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00511>
- Coase, R. H. (1937). The nature of the firm. *Economica*, 4(16), 386-405. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0335.1937.tb00002.x>
- Connelly, J.T., Limpaphayom, P., Nagarajan, N.J., (2012). Form versus substance: the effect of ownership structure and corporate governance on firm value in Thailand. *J. Bank. Finance*. 36, 1722–1743. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.01.017>
- Consoni, S., Colauto, R. D. & Lima, G. A. S. F (2017). A divulgação voluntária e o gerenciamento de resultados contábeis: evidências no mercado de capitais brasileiro. *Revista de Contabilidade e Finanças*. v. 28, n. 74, p. 249-263. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201703360>
- 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>
- Cortes, D. L., & Arenas, C. E. V. (2014). Influencia del gobierno corporativo en el costo de capital proveniente de la emisión de deuda. *Estudios gerenciales*, 30(130), 73-84. <https://doi.org/10.1016/j.estger.2014.02.010>

- Cortés, D. L., & Arenas, C. E. V. (2011). Medición de la aplicación de prácticas de gobierno corporativo en Colombia. *Tendencias*, 12(2), 230-253.
- Cursio, J. D., Baek, S., & Cha, S. Y. (2015). Nonparametric factor analytic risk measurement in common stocks in financial firms: Evidence from Korean firms. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 44(4), 497-536. <https://doi.org/10.1111/ajfs.12098>
- Dal Vesco, D. & Beuren, I. M. (2016). Do the Board of Directors Composition and the Board Interlocking Influence on Performance? *Brazilian Administration Review*, 13 (2), 1–26. <https://doi.org/10.1590/1807-7692bar2016160007>
- Detthamrong, U., Chancharat, N., & Vithessonthi, C. (2017). Corporate governance, capital structure and firm performance: Evidence from Thailand. *Research in International Business and Finance*, 42(6), 689–709. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.011>
- Dimitropoulos, P. (2014). Capital structure and corporate governance of soccer clubs: European evidence. *Management Research Review*, 37(7), 658-678. <https://doi.org/10.1108/MRR-09-2012-0207>
- Diniz, C.C. (1993) Desenvolvimento poligonal no Brasil: nem desconcentração nem contínua polarização, *Nova Economia*, v.3, n.1.
- Diniz, C. C. (2001). A questão regional e as políticas governamentais no Brasil. *Working paper*, V. 159. P. 20.
- Diniz, B. P. C., & Boschi, R. F. (2002). O desenvolvimento econômico e humano diferenciado das regiões do Triângulo, Alto Paranaíba e Noroeste de Minas Gerais. In *Anais, do X Seminário sobre a Economia Mineira [Proceedings of the 10th Seminar on the Economy of Minas Gerais]*. Cedeplar, Universidade Federal de Minas Gerais.
- Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2008). The law and economics of self-dealing. *Journal of financial economics*, 88(3), 430-465. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.02.007>
- Du, J., & Dai, Y. (2005). Ultimate corporate ownership structures and capital structures: Evidence from East Asian economies. *Corporate Governance: An International Review*, 13(1), 60-71. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2005.00403.x>
- Durand, D. (1952, January). Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. In *Conference on research in business finance* (pp. 215-262). NBER.
- Durand, D. (1959). The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment: comment. *The American Economic Review*, 49(4), 639-655.
- Eisenberg, T., Sundgren, S., & Wells, M. T. (1998). Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms. *Journal of Financial Economics*, 48(1), 35–54. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00003-8](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00003-8)
- Elango, B., & Wieland, J. R. (2015). Impact of country effects on the performance of service firms. *Journal of Service Management*, 26(4), 588-607. <https://doi.org/10.1108/JOSM-02-2015-0056>
- Elsayed, K., 2007. Does CEO duality really affect corporate performance? *Corporate Governance: International Review*. 15, 1203–1214. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00641.x>
- Eng, I. I. & Mak, Y. T. 2003. Corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*. 22, 325–345. [https://doi.org/10.1016/S0278-4254\(03\)00037-1](https://doi.org/10.1016/S0278-4254(03)00037-1)
- Erhardt, N.L., Werbel, J.D., Shrader, C.B., 2003. Board of director diversity and firm financial performance. *Corporate Governance: International Review*, 11, 102–111. <https://doi.org/10.1111/1467-8683.00011>

- Essen, V. M., van Oosterhout, J. H., & Carney, M. (2012). Corporate boards and the performance of Asian firms: A meta-analysis. *Asia Pacific Journal of Management*, 29(4), 873-905. <https://doi.org/10.1007/s10490-011-9269-1>
- Fama, E. F., & Miller, M. H. (1972). *The theory of finance*. Holt Rinehart & Winston.
- Fama, E. F. & Jensen Michael C. (1983) Separation of Ownership and Control. *The Journal of Law & Economics*. Vol. 26, No. 2, p. 301-325 <https://doi.org/10.1086/467037>
- Fassler, K. W. (2018). Financial performance in Mexican family vs. non-family firms. *Contaduría y Administración*, 63(2), 1-18.
- Fávero, L. P.; Belfiore, P.; Silva, F. L. Da; Chan, B. L. (2009) Análise de dados – modelagem multivariada para tomada de decisões. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier.
- Fávero, L. P. L., & Confortini, D. (2010). Modelos multinível de coeficientes aleatórios e os efeitos firma, setor e tempo no mercado acionário Brasileiro. *Pesquisa Operacional*, 30(3), 703-727. <https://doi.org/10.1590/S0101-74382010000300011>
- Fonseca, C. V. C., Silveira, R. L. F., & Hiratuka, C. (2016). A relação entre a governança corporativa e a estrutura de capital das empresas Brasileiras no período 2000-2013. *Enfoque Reflexão Contábil*, 35(2), 35-52. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v35i2.29673>
- Freitas, A. D. P. N., & Minardi, A. M. A. F. (2013). The impact of credit rating changes in Latin American stock markets. *BAR-Brazilian Administration Review*, 10(4), 439-461. <https://doi.org/10.1590/S1807-76922013000400005>
- Garay, U., González, G., González, M., & Hernández, Y. (2008). Índice de buen gobierno corporativo y desempeño financiero en la Bolsa de Valores de Caracas. *Estudio IESA*, 24, 1-22.
- Ghafran, C., & O'Sullivan, N. (2017). The impact of audit committee expertise on audit quality: Evidence from UK audit fees. *The British Accounting Review*, 49(6), 578-593. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2017.09.008>
- 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>
- Glascocock, J. L., Davidson III, W. N., & Henderson Jr, G. V. (1987). Announcement effects of Moody's bond rating changes on equity returns. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 67-78.
- Goldszmidt, R. G. B., Brito, L. A. L., & de Vasconcelos, F. C. (2011). Country effect on firm performance: A multilevel approach. *Journal of Business Research*, 64(3), 273-279. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2009.11.012>
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-156. <https://doi.org/10.1162/00335530360535162>
- González, G. P., Guzmán, A., Prada, F., & Trujillo, M. A. (2014). Prácticas de gobierno corporativo en las Asambleas Generales de Accionistas de empresas listadas en Colombia. *Cuadernos de Administración*, 27(49), 37-64. <https://doi.org/10.11144/Javeriana.cao27-49.pgca>
- Guimarães, E. N. (2010). *Formação e desenvolvimento econômico do Triângulo Mineiro: integração nacional e consolidação regional*. EDUFU. P.254. <https://doi.org/10.14393/EDUFU-978-85-7078-249-6>
- Hall, G. C., Hutchinson, P. J., & Michaelas, N. (2004). Determinants of the capital structures of European SMEs. *Journal of Business Finance & Accounting*, 31(5-6), 711-728. <https://doi.org/10.1111/j.0306-686X.2004.00554.x>

- Haniffa, R., Hudaib, M., 2006. Corporate governance structure and performance of Malaysian listed companies. *J. Bus. Finance Account.* 33, 1034–1062. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2006.00594.x>
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297–355. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x>
- Harris, M., Raviv, A., 2008. A theory of board control and size. *Review of Finance Studies*. 21, 1797–1832. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhl030>
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2001). Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature. National Bureau of Economic Research, Working Paper 8161. <https://doi.org/10.3386/w8161>
- Hossain, M., Prevost, A.K., Rao, R.P., (2001). Corporate governance in New Zealand: the effect of the 1993 Companies Act on the relation between board composition and firm performance. *Pac.-Basin Finance Journal*, 9, 119–145. [https://doi.org/10.1016/S0927-538X\(01\)00003-8](https://doi.org/10.1016/S0927-538X(01)00003-8)
- Jackling, B., Johl, S., (2009). Board structure and firm performance: evidence from India's top companies. *Corporate Governance: International Review*, 17, 492–509. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2009.00760.x>
- Jara, M., López-Iturriaga, F., San-Martín, P., & Saona, P. (2018). Corporate governance in Latin American firms: Contestability of control and firm value. *BRQ Business Research Quarterly*, 113 (18) 1 -18. <https://doi.org/10.1016/j.brq.2018.10.005>
- Jaradat, M. S. (2015). Corporate governance practices and capital structure: A study with special reference to board size, board gender, outside director, and CEO duality. *International Journal of Economics, Commerce and Management*, 3(5), 264-273.
- 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)
- Jensen, M.C., (1986.) Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- Jiraporn, P., Kim, J. C., Kim, Y. S., & Kitsabunnarat, P. (2012). Capital structure and corporate governance quality: Evidence from the Institutional Shareholder Services (ISS). *International Review of Economics and Finance*, 22(1), 208–221. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2011.10.014>
- Johl, S. K., Kaur, S., & Cooper, B. J. (2015). Board characteristics and firm performance: Evidence from Malaysian public listed firms. *Journal of Economics, Business and Management*, 3(2), 239-243. <https://doi.org/10.7763/JOEBM.2015.V3.187>
- Kaminsky, G. & Schmukler, S. L. (2002). Emerging markets instability: do sovereign ratings affect country risk and stock returns?. *The World Bank Economic Review*, 16(2), 171-195. <https://doi.org/10.1093/wber/16.2.171>
- Kieschnick, R., & Moussawi, R. (2018). Firm age, corporate governance, and capital structure choices. *Journal of Corporate Finance*, 48, 597–614. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.12.011>
- Kiff, J., Nowak, S. B., & Schumacher, L. B. (2012). Are rating agencies powerful? An investigation into the impact and accuracy of sovereign ratings. *IMF Working Paper No. NO.12/23*, p. 35. <https://doi.org/10.5089/9781463931858.001>
- Kisgen, D. J. (2019). The impact of credit ratings on corporate behavior: Evidence from Moody's adjustments. *Journal of Corporate Finance*, 58, 567-582. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.07.002>

- Kizildag, M., Altin, M. & Ozdemir, O. (2016) Corporate governance, ownership structure, and credit ratings of hospitality firms. *Journal of Hospitality Financial Management*, 24(1), 5-19. <https://doi.org/10.1080/10913211.2016.1166022>
- Klapper, L. & Love, I. (2002). Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets. *Policy Research, Working Paper; No.2818. World Bank*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.303979>
- Klotzle, M. C., Vitor, P., Silva, G., Renan, F., Brandão, S., Carlos, A., & Pinto, F. (2014). Impactos do Rating Soberano Brasileiro sobre Ações de Estatais. *Revista da Faculdade de Administração e Economia*, 8(1), 209-229.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The journal of finance*, 28(4), 911-922. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1973.tb01415.x>
- Krichene, A. F., & Khoufi, W. (2016). The Effects of Credit Ratings Grades' Change on Capital Structure: S & P 500. *The International Journal of Engineering and Science*, 5(2), 48-57. <https://doi.org/10.11114/afa.v2i2.1604>
- Krishnan, V. S. & Moyer, R. C. (1996) Determinants of Capital Structure: An Empirical Analysis of Firms In Industrialized Countries" *Managerial Finance*, 222, 39-55. <https://doi.org/10.1108/eb018548>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate valuation. *Journal of Finance*, 57(3), 1147–1170. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00457>
- Leal, R. P. C., Carvalhal, A., & Iervolino, A. (2015). One Decade of Evolution of Corporate Governance Practices in Brazil. *Ssrn*, 13(1), 134–161. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v13n1.2015.50904>
- Lefort, F., & Urzúa, F. (2008). Board independence, firm performance and ownership concentration: Evidence from Chile. *Journal of Business Research*, 61(6), 615-622. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2007.06.036>
- Lemmon, M. L., & Lins, K. V. (2003). Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis. *The Journal of Finance*, 58(4), 1445-1468. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00573>
- Lima, S. H. O.; Oliveira, Cabral, F. D.; A. C.; Santos, M. & Pessoa, M. N. (2015) Governança Corporativa e Desempenho Econômico: uma análise dos indicadores de desempenho entre os três níveis do mercado diferenciado da BM&F Bovespa. *Revista de Gestão*, 22(2), 187-204. <https://doi.org/10.5700/rege558>
- Lu, J., Xu, B., & Liu, X. (2009). The effects of corporate governance and institutional environments on export behaviour in emerging economies. *Management International Review*, 49(4), 455-478. <https://doi.org/10.1007/s11575-009-0004-9>
- Macedo, F. C., & Porto, L. (2018). Existe uma Política Nacional de Desenvolvimento Regional no Brasil? *Revista Brasileira de Gestão e Desenvolvimento Regional*, 14(2).
- Mak, Y.T., Kusnadi, Y., (2005). Size really matters: further evidence on the negative relationship between board size and firm value. *Pac.-Basin Finance Journal*, 13, 301–318. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2004.09.002>
- Marinho, R. C., & Ferreira, A. (2019). Políticas públicas de desenvolvimento regional em Minas Gerais: o Plano Estratégico de Desenvolvimento Sustentável do Consórcio da Zona da Mata e Campos das Vertentes. *Revista Brasileira de Desenvolvimento Regional*, 6(2), 125-146. <https://doi.org/10.7867/2317-5443.2018v6n2p125-146>

- Margaritis, D., & Psillaki, M. (2010). Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of Banking and Finance*, 34(3), 621–632. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.08.023>
- Martins, H. E. D. P. (1998). Formação e desenvolvimento sócio-econômico do Triângulo Mineiro. *Varia História*, 19, 64-182
- Mendonça, F. F. P.; Terra, P. R. S. Estrutura de Capital e Mecanismos Externos de Governança: uma Análise Multipaís. In: XVII Encontro Brasileiro de Finanças, Sociedade Brasileira de Finanças, Universidade Católica de Brasília, Brasília, 2017.
- Mitton, T. (2002). A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 64(2), 215-241. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00076-4](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00076-4)
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*. 48. 261–297.
- Mokhova, N., & Zinecker, M. (2013). Macroeconomic factors and corporate capital structure. *Procedia Social and Behavioral Sciences*, 110, 530 – 540. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2013.12.897>
- Monteiro Neto, A. O., Castro, C. N. D. O., & Brandão, C. A. O. (2017). Desenvolvimento regional no Brasil: políticas, estratégias e perspectivas. Rio de Janeiro: Ipea, 2017. P. 475.
- M'ng, J. C. P., Rahman, M., & Sannacy, S. (2017). The determinants of capital structure: Evidence from public listed companies in Malaysia, Singapore and Thailand. *Cogent Economics & Finance*, 5(1), 1418609. <https://doi.org/10.1080/23322039.2017.1418609>
- Muniandy, B., & Hillier, J. (2015). Board independence, investment opportunity set and performance of South African firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 35, 108-124. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2014.11.003>
- MurciaI, F. C. D. S., Dal-Ri Murcia, F., Rover, S., & Borba, J. A. (2014). The determinants of credit rating: Brazilian evidence. *BAR-Brazilian Administration Review*, 11(2), 188-209. <https://doi.org/10.1590/S1807-7692201400020005>
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*. v. 5. 147-175. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)
- 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)
- Nasser, B. (2000). Economia regional, desigualdade regional no Brasil e o estudo dos eixos nacionais de integração e desenvolvimento. *Revista do BNDES*, 7 (14). 145 – 178.
- Nawaz, A., Iqbal, S., & Ehsan, S. (2018). Does Social Performance Drive Corporate Governance Mechanism In Case of Asian MFIs? An Issue of Endogeneity. *Global Business Review*, 19(4), 988-1012. <https://doi.org/10.1177/0972150918772961>
- Ng, A., & Ariff, M. (2019). Does credit rating revision affect the price of a special class of common stock? *Borsa Istanbul Review*. 19 (1), 44 – 55. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2019.02.004>
- Okiro, K., Aduda, J., & Omoro, N. (2015). The effect of corporate governance and capital structure on performance of firms listed at the East African community securities exchange. *European Scientific Journal*, 11(7).
- Oliveira, A. S. (2017). Produto Interno Bruto na Mesorregião do Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba - TMAP. In: CORRÊA, V. P. (Org.). Dinâmica Socioeconômica da Mesorregião do Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba. Uberlândia: CEPES/IEUFU, V. 3, 61 p. <http://www.ie.ufu.br/CEPES>

- Pacheco, L. (2012). Moody's credit ratings and the stock market performance of Portuguese rated firms. *J. of Advanced Studies in Fin.* 3(05), 68-83. <https://doi.org/10.2478/v10259-012-0005-z>
- Paiva, J. F. M., de Oliveira, N. A., & Peixoto, F. M. (2015). A relação entre conselho de administração, desempenho, valor e risco no mercado brasileiro de ações. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 9(1). <https://doi.org/10.17524/repec.v9i1.1168>
- Pamplona, E. Magro, C. D. & Silva, T. (2017). Estrutura de capital e desempenho econômico de empresas familiares do Brasil e de Portugal. *Revista de Gestão dos Países de Língua Portuguesa*, 16(2), 38-54. <https://doi.org/10.12660/rgplp.v16n2.2017.78381>
- Paniagua, J.; Rivelles, R. & Sapena, R. (2018). Corporate governance and financial performance: Therole of ownership and board structure. *Journal of Business Research*. 89 (2018) 229–234. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.01.060>
- Pauli, R. C., & Junior, K. M. (2008). Determinantes e impactos dos' ratings' soberanos brasileiros. *Revista Economia & Tecnologia*, 4(2). <https://doi.org/10.5380/ret.v4i2.27425>
- Pillai, R., & Al-Malkawi, H. A. N. (2018). On the relationship between corporate governance and firm performance: Evidence from GCC countries. *Research in International Business and Finance*, 44, 394–410. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.110>
- Pinheiro, B. G., Vasconcelos, A. C., De Lucca, M. M. & Crisóstomo, V. L. (2017) Estrutura de Capital e Governança Corporativa na Empresas Listadas na BM&F Bovespa. *Journal of Education and Research in Accounting*, 11(5), 451-466
- Prowse, S.D., (1992). The structure of corporate ownership in Japan. *Journal of Finance*, 47, 1121–1140. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04007.x>
- Reyna, J. M. S. M., Vázquez, R. D., & Valdés, A. L. (2012). Corporate governance, ownership structure and performance in Mexico. *International Business Research*, 5(11), 12.
- Ripamonti, A., & Kayo, E. K. (2016). Governança Corporativa e Estrutura de Capital no Brasil: Ações, Dívidas e Substituição. *Revista de Administração*, 17(5).
- Rogers, D., Mendes-da-Silva, W., & Rogers, P. (2016). Credit rating change and capital structure in Latin America. *Brazilian Administration Review*, 13(2) 1-22. <https://doi.org/10.1590/1807-7692bar2016150164>
- Ruiz, S. C. (2017). *Estructura de capital y gobierno corporativo en empresas de América Latina. casos de Brasil, Chile y México* (Doctoral dissertation, Universitat de València).
- Sajjad, F., & Zakaria, M. (2018). Credit rating as a mechanism for capital structure optimization: Empirical evidence from panel data analysis. *International Journal of Financial Studies*, 6(1), 13. <https://doi.org/10.3390/ijfs6010013>
- Shaheen, R., & Javid, A. Y. (2014). Performance and Stock. *Working Papers No. 104*, 1–43.
- Shahar, W. S. S. & Manja, S. I. Determinants of Capital Structure. (2018) *Reports on Economics and Finance*, 4 (3), 139 – 149. <https://doi.org/10.12988/ref.2018.8113>
- Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, v. 52(2), 737-833. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Silva, A. L. C., & Chien, A. C. (2013). Remuneração executiva, valor e desempenho das empresas brasileiras listadas. *Revista Brasileira de Finanças*, 11(4), 481-502. <https://doi.org/10.12660/rbfm.v11n4.2013.7224>
- Silva Junior, R. R., Junqueira, L. R. & Bertucci, L. A. (2010). A relação entre a adoção das práticas da governança corporativa e a alavancagem financeira das empresas brasileiras do setor

energético no ano de 2008. *Revista Gestão e Sociedade*, 3(6). <https://doi.org/10.21171/ges.v3i6.809>

Sultana, N., & Mitchell Van der Zahn, J. L. (2015). Earnings conservatism and audit committee financial expertise. *Accounting & Finance*, 55(1), 279-310. <https://doi.org/10.1111/acfi.12042>

Turrent, G. D. C. B., & García, M. L. S. (2015). La composición del consejo de administración y la estructura accionaria como factores explicativos de la transparencia en el gobierno corporativo en Latinoamérica: evidencia en empresas cotizadas de Argentina, Brasil, Chile y México. *Estudios Gerenciales*, 31(136), 275-286. <https://doi.org/10.1016/j.estger.2015.02.001>

Uderman, S. (2008). Políticas de Desenvolvimento Regional no Brasil: Limites de uma nova agenda para nordeste. *Revista Brasileira de Estudos Regionais e Urbanos*, 2(2).

Uwueigbe, U. (2014). Corporate governance and capital structure: evidence from listed firms in Nigeria Stock Exchange. *The Journal of Accounting and Management*, 4(1).

Váquiro, E. N., Benavides-Franco, J., & Perafán-Peña, H. F. (2016). Gobierno corporativo y desempeño financiero: conceptos teóricos y evidencia empírica. *Cuadernos de contabilidad*, 17(43), 203-254. <https://doi.org/10.11144/Javeriana.cc17-43.gcdf>

Vieira, K. M., Velasquez, M. D. P., 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), pp. 49-67. <https://doi.org/10.4270/ruc.2011104>

Vithessonthi, C., & Tongurai, J. (2015). The effect of leverage on performance: Domestically-oriented versus internationally-oriented firms. *Research in International Business and Finance*, 34, 265-280. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.02.016>

Wang, D., & Esqueda, O. A. (2014). National cultural effects on leverage decisions: Evidence from emerging-market ADRs. *Research in International Business and Finance*, 31, 152-177. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2013.06.006>

Weber, J. (2006) Discussion of the effects of corporate governance on firms' credit ratings. *Journal of Accounting and Economics*. v. 42 245–254. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.02.002>

Wen, Y., Rwegasira, K., & Bilderbeek, J. (2002). Corporate governance and capital structure decisions of the Chinese listed firms. *Corporate Governance: An International Review*, 10(2), 75–83. <https://doi.org/10.1111/1467-8683.00271>

White, L. J. (2010). Markets: The Credit Rating Agencies. *Journal of Economic Perspectives*, 24(2), 211–226. <https://doi.org/10.1257/jep.24.2.211>

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>

Yang, T., & Zhao, S. (2014). CEO duality and firm performance: Evidence from an exogenous shock to the competitive environment. *Journal of Banking & Finance*, 49, 534-552. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.04.008>

Yermack, D., 1996. Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal. Financ. Econ.* 40, 185–211. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00844-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00844-5)

Zhang, Q., Chen, L., & Feng, T. (2014). Mediation or Moderation? The Role of R&D Investment in the Relationship between Corporate Governance and Firm Performance: Empirical Evidence from the Chinese IT Industry. *Corporate Governance: International Review*, 22(6), 501-517.

Zeitun, R., Temimi, A., & Mimouni, K. (2017). Do financial crises alter the dynamics of corporate capital structure? Evidence from GCC countries. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 63, 21-33. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2016.05.004>

Apêndice 1

Tabela 4
Estatística descritiva por país - Capítulo 1

| Variáveis | Argentina | | | | | Brasil | | | | | Chile | | | | | | | |
|-----------|-----------|--------|--------|--------|---------|--------|-------|--------|--------|--------|----------|-------|-------|--------|--------|--------|----------|-------|
| | Obs. | Média | Dev. | Padrão | Min. | Max. | Obs. | Média | Dev. | Padrão | Min. | Max. | Obs. | Média | Dev. | Padrão | Min. | Max. |
| ALAV | 1,058 | 0.196 | 0.201 | 0.201 | 0 | 0.776 | 3,492 | 0.279 | 0.203 | 0.203 | 0 | 0.776 | 2,129 | 0.204 | 0.162 | 0.162 | 0 | 0.776 |
| DIVLP | 1,057 | 0.107 | 0.146 | 0.146 | 0 | 0.561 | 3,486 | 0.172 | 0.156 | 0.156 | 0 | 0.561 | 2,110 | 0.148 | 0.135 | 0.135 | 0 | 0.561 |
| DIVCP | 1,057 | 0.353 | 0.213 | 0.213 | 0.0219 | 0.845 | 3,494 | 0.309 | 0.209 | 0.209 | 0.0219 | 0.845 | 2,127 | 0.210 | 0.149 | 0.149 | 0.0219 | 0.845 |
| ROA | 1,031 | 0.0406 | 0.0949 | 0.0949 | -0.192 | 0.206 | 3,365 | 0.0230 | 0.0950 | 0.0950 | -0.192 | 0.206 | 2,067 | 0.0377 | 0.0736 | 0.0736 | -0.192 | 0.206 |
| ROE | 1,056 | 0.303 | 0.283 | 0.283 | -0.118 | 0.885 | 3,467 | 0.275 | 0.276 | 0.276 | -0.118 | 0.885 | 2,105 | 0.203 | 0.203 | 0.203 | -0.118 | 0.885 |
| Q Tobin | 880 | 1.463 | 0.730 | 0.730 | 0.530 | 3.401 | 2,948 | 1.682 | 0.818 | 0.818 | 0.530 | 3.401 | 1,870 | 1.475 | 0.677 | 0.677 | 0.530 | 3.401 |
| INV | 969 | 0.0523 | 0.0446 | 0.0446 | 0.00033 | 0.167 | 2,699 | 0.0474 | 0.0428 | 0.0428 | 0.000338 | 0.167 | 1,969 | 0.0474 | 0.0408 | 0.0408 | 0.000338 | 0.167 |
| TAM | 1,058 | 18.68 | 2.066 | 2.066 | 14.36 | 23.55 | 3,496 | 20.08 | 2.064 | 2.064 | 14.36 | 23.55 | 2,133 | 19.37 | 2.223 | 2.223 | 14.36 | 23.55 |
| MTB | 886 | 2.204 | 2.051 | 2.051 | -0.167 | 7.545 | 2,947 | 2.403 | 2.260 | 2.260 | -0.167 | 7.545 | 1,873 | 2.222 | 1.738 | 1.738 | -0.167 | 7.545 |
| RISK | 996 | 0.910 | 0.304 | 0.304 | 0.273 | 2.133 | 3,631 | 0.810 | 0.536 | 0.536 | -0.101 | 2.133 | 2,117 | 0.576 | 0.589 | 0.589 | -0.101 | 2.133 |
| LC | 1,064 | 1.530 | 1.050 | 1.050 | 0.366 | 4.956 | 3,492 | 1.694 | 1.147 | 1.147 | 0.366 | 4.956 | 2,104 | 1.854 | 1.148 | 1.148 | 0.366 | 4.956 |
| IDA | 1,063 | 11.16 | 10.42 | 10.42 | 0 | 44 | 3,419 | 10.38 | 8.985 | 8.985 | 0 | 44 | 2,188 | 19.06 | 10.24 | 10.24 | 0 | 37 |
| BSIZE | 405 | 13.02 | 4.038 | 4.038 | 7 | 21 | 3,314 | 7.352 | 3.704 | 3.704 | 0 | 26 | 500 | 8.200 | 1.477 | 1.477 | 5 | 14 |
| AUD_IND | 323 | 46.53 | 36.42 | 36.42 | 0 | 100 | 1,234 | 54.28 | 41.17 | 41.17 | 0 | 100 | 185 | 59.74 | 36.04 | 36.04 | 0 | 100 |
| CGC | 405 | 0.0370 | 0.189 | 0.189 | 0 | 1 | 3,307 | 0.464 | 0.499 | 0.499 | 0 | 1 | 510 | 0.0176 | 0.132 | 0.132 | 0 | 1 |
| DCEO | 240 | 0.563 | 0.497 | 0.497 | 0 | 1 | 2,987 | 0.495 | 0.500 | 0.500 | 0 | 1 | 507 | 0.0710 | 0.257 | 0.257 | 0 | 1 |
| DPCEO | 367 | 0.204 | 0.404 | 0.404 | 0 | 1 | 3,002 | 0.256 | 0.436 | 0.436 | 0 | 1 | 479 | 0.138 | 0.345 | 0.345 | 0 | 1 |
| AUD_C | 328 | 0.963 | 0.188 | 0.188 | 0 | 1 | 3,034 | 0.330 | 0.470 | 0.470 | 0 | 1 | 321 | 0.458 | 0.499 | 0.499 | 0 | 1 |
| AUD_EXP | 405 | 0.499 | 0.501 | 0.501 | 0 | 1 | 2,360 | 0.264 | 0.441 | 0.441 | 0 | 1 | 500 | 0.156 | 0.363 | 0.363 | 0 | 1 |
| RATS | 1,230 | 6.022 | 1.513 | 1.513 | 3.667 | 8.333 | 4,260 | 12.16 | 1.424 | 1.424 | 9.667 | 14 | 2,400 | 17.80 | 0.842 | 0.842 | 16 | 18.67 |

Fonte: Resultados da pesquisa

Apêndice 2

Tabela 5
Estatística descritiva por país - Capítulo 1

| Variáveis | Obs. | Colômbia | | | | México | | | | Peru | | | | | |
|----------------|------|----------|----------------|--------|-------|--------|----------------|--------|----------|-------|----------------|--------|--------|---------|-------|
| | | Média | Dev. Padrão | Min. | Max. | Média | Dev. Padrão | Min. | Max. | Média | Dev. Padrão | Min. | Max. | | |
| ALAV | 642 | 0.180 | 0.155 | 0 | 0.776 | 1,435 | 0.248 | 0.176 | 0 | 0.776 | 1,486 | 0.187 | 0.166 | 0 | 0.776 |
| DIVLP | 636 | 0.120 | 0.124 | 0 | 0.499 | 1,423 | 0.178 | 0.150 | 0 | 0.561 | 1,473 | 0.112 | 0.128 | 0 | 0.561 |
| DIVCP | 622 | 0.177 | 0.137 | 0.0219 | 0.845 | 1,438 | 0.244 | 0.171 | 0.0219 | 0.845 | 1,499 | 0.221 | 0.144 | 0.0219 | 0.845 |
| ROA | 590 | 0.0341 | 0.0566 | -0.192 | 0.206 | 1,394 | 0.0379 | 0.0710 | -0.192 | 0.206 | 1,451 | 0.0539 | 0.0783 | -0.192 | 0.206 |
| ROE | 629 | 0.183 | 0.188 | -0.118 | 0.885 | 1,438 | 0.283 | 0.215 | -0.118 | 0.885 | 1,487 | 0.252 | 0.233 | -0.118 | 0.885 |
| Q Tobin | 399 | 1.312 | 0.672 | 0.530 | 3.401 | 1,307 | 1.600 | 0.684 | 0.530 | 3.401 | 1,254 | 1.219 | 0.754 | 0.530 | 3.401 |
| INV | 509 | 0.0397 | 0.0369 | 0.003 | 0.17 | 1,359 | 0.0521 | 0.0437 | 0.000338 | 0.167 | 1,433 | 0.047 | 0.0431 | 0.00034 | 0.16 |
| TAM | 642 | 19.52 | 2.206 | 14.36 | 23.55 | 1,438 | 20.60 | 1.743 | 14.36 | 23.55 | 1,503 | 18.92 | 1.683 | 14.36 | 22.78 |
| MTB | 399 | 1.646 | 1.386 | -0.167 | 7.545 | 1,307 | 2.556 | 1.881 | -0.167 | 7.545 | 1,254 | 1.580 | 1.706 | -0.167 | 7.545 |
| RISK | 501 | 0.716 | 0.369 | -0.101 | 1.402 | 1,455 | 0.637 | 0.404 | -0.101 | 1.795 | 1,268 | 0.863 | 0.464 | -0.101 | 2.133 |
| LC | 622 | 1.763 | 1.115 | 0.366 | 4.956 | 1,437 | 1.933 | 1.269 | 0.366 | 4.956 | 1,497 | 1.850 | 1.261 | 0.366 | 4.956 |
| IDA | 818 | 19.70 | 10.08 | 1 | 37 | 1,442 | 17.86 | 11.34 | 1 | 44 | 1,763 | 14.89 | 9.868 | 0 | 44 |
| BSIZE | 204 | 8.142 | 1.738 | 5 | 13 | 524 | 13.65 | 4.595 | 1 | 34 | 350 | 8.471 | 2.563 | 4 | 15 |
| AUD_IND | 186 | 82.22 | 23.97 | 0 | 100 | 513 | 98.02 | 11.94 | 0 | 100 | 177 | 36.15 | 35.45 | 0 | 100 |
| CGC | 210 | 0.605 | 0.490 | 0 | 1 | 525 | 0.147 | 0.354 | 0 | 1 | 375 | 0.280 | 0.450 | 0 | 1 |
| DCEOCC | 165 | 0 | 0 | 0 | 0 | 522 | 0.782 | 0.414 | 0 | 1 | 372 | 0.446 | 0.498 | 0 | 1 |
| DPCEO | 201 | 0.00995 | 0.0995 | 0 | 1 | 508 | 0.392 | 0.489 | 0 | 1 | 359 | 0.212 | 0.409 | 0 | 1 |
| AUD_C | 180 | 0.983 | 0.128 | 0 | 1 | 477 | 0.990 | 0.102 | 0 | 1 | 295 | 0.600 | 0.491 | 0 | 1 |
| AUD_EXP | 207 | 0.285 | 0.453 | 0 | 1 | 516 | 0.719 | 0.450 | 0 | 1 | 370 | 0.200 | 0.401 | 0 | 1 |
| RATS | 870 | 12.60 | 0.863 | 11.67 | 14 | 1,635 | 14.62 | 0.619 | 13 | 15.33 | 1,950 | 13.24 | 1.706 | 10.67 | 15.33 |

Fonte: Resultados da pesquisa

Apêndice 3

Tabela 6
Análise de correlação para a amostra geral - Capítulo 1

| | ALAV | DIVLP | DIVCP | ROA | ROE | Q_Tobin | INV | TAM | MTB | RISK | LC | BSIZE | AUD_IND | CGC | DCEO | DPCEO | AUD_C | AUD_EXP | RATS |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|---------|-------|--------|---------|-------|
| ALAV | 1.000 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| DIVLP | 0.81* | 1.000 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| DIVCP | 0.24* | -0.13* | 1.000 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| ROA | -0.24* | -0.20* | -0.25* | 1.000 | | | | | | | | | | | | | | | |
| ROE | 0.38* | 0.34* | 0.26* | 0.60* | 1.000 | | | | | | | | | | | | | | |
| Q_Tobin | 0.07* | 0.03* | 0.19* | 0.09* | 0.35* | 1.000 | | | | | | | | | | | | | |
| INV | 0.08* | 0.13* | -0.04* | 0.14* | 0.14* | 0.13* | 1.000 | | | | | | | | | | | | |
| TAM | 0.29* | 0.42* | -0.17* | 0.20* | 0.26* | -0.004* | 0.14* | 1.000 | | | | | | | | | | | |
| MTB | 0.39* | 0.34* | 0.26* | 0.60* | 0.39* | 0.85* | 0.10* | 0.15 | 1.000 | | | | | | | | | | |
| RISK | 0.13* | 0.20* | 0.09* | -0.03* | 0.67* | -0.05 | 0.02* | 0.21* | -0.01 | 1.000 | | | | | | | | | |
| LC | -0.32* | -0.15* | -0.49* | 0.22* | -0.10* | -0.14* | -0.09* | -0.09* | -0.07* | -0.04* | 1.000 | | | | | | | | |
| BSIZE | 0.05* | 0.16* | -0.18* | 0.19* | 0.11* | 0.01 | 0.15* | 0.51* | 0.04* | 0.09* | 0.22* | 1.000 | | | | | | | |
| AUD_IND | -0.04 | 0.07* | -0.09* | 0.09* | 0.05* | 0.15* | 0.07* | 0.32* | 0.15* | 0.02 | 0.16* | 0.20* | 1.000 | | | | | | |
| CGC | -0.04* | -0.07* | 0.02 | 0.01 | -0.01 | -0.07* | -0.01 | -0.03* | -0.05* | -0.09* | -0.08* | -0.12* | 0.01 | 1.000 | | | | | |
| DCEO | -0.06* | -0.09* | 0.06* | -0.05* | 0.01 | 0.01 | -0.07* | -0.07* | 0.01 | 0.02 | -0.01 | 0.03* | 0.23* | -0.03* | 1.000 | | | | |
| DPCEO | 0.02 | -0.02 | 0.05* | -0.09* | -0.02 | 0.09* | -0.08* | -0.06* | 0.01 | 0.02 | 0.04* | 0.01 | 0.14* | 0.01 | 0.38* | 1.000 | | | |
| AUD_C | 0.05* | 0.17* | -0.17* | 0.21* | 0.16* | 0.07* | 0.12* | 0.42* | 0.18* | 0.12* | 0.25* | 0.54* | 0.27* | -0.09* | -0.0274 | -0.01 | 1.000 | | |
| AUD_EXP | 0.01 | 0.06* | -0.08* | 0.11* | 0.08* | 0.05* | 0.08* | 0.13* | 0.13* | 0.03 | 0.02 | 0.29* | 0.15* | 0.09* | 0.07* | 0.03 | 0.52* | 1.000 | |
| RATS | -0.02* | 0.05* | -0.22* | 0.04* | -0.10* | -0.01* | 0.01 | 0.06* | 0.02* | -0.19* | 0.27* | -0.08* | 0.16* | -0.03* | -0.13* | 0.01 | -0.07* | -0.09* | 1.000 |

Fonte: Resultados da pesquisa

Apêndice 4

Tabela 18
Correlação entre as variáveis – Capítulo 2

| | ROA | ROE | QTobi | ALAV | TAMC | IND_C | REPU | CONC | DUA-C | OUT | PROF | TAMF | IDA | TANG | MBV | CAPEX | LC | LIQ | RATS |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|------|------|
| ROA | 1.00 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| ROE | 0.27* | 1.00 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| QTobin | -0.06* | 0.34* | 1.00 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| ALAV | 0.32* | 0.09* | -0.78* | 1.00 | | | | | | | | | | | | | | | |
| TAM_C | 0.33* | 0.08* | -0.009 | 0.25* | 1.00 | | | | | | | | | | | | | | |
| IND_C | 0.17* | 0.02 | 0.08* | 0.17* | 0.43* | 1.00 | | | | | | | | | | | | | |
| REPU | 0.26* | 0.07* | 0.11* | 0.12* | 0.38* | 0.35* | 1.00 | | | | | | | | | | | | |
| CONC | -0.23* | -0.06* | -0.011 | -0.19* | -0.35* | -0.41* | -0.16* | 1.00 | | | | | | | | | | | |
| DUAL_C | -0.16* | -0.01 | -0.017 | -0.16* | -0.32* | -0.22* | -0.32* | 0.10* | 1.00 | | | | | | | | | | |
| OUT | 0.08* | -0.01 | -0.007 | 0.09* | 0.01* | 0.34* | 0.06* | -0.36* | -0.13* | 1.00 | | | | | | | | | |
| PROF | 0.11* | 0.01 | 0.026 | 0.15* | 0.23* | 0.72* | 0.21* | -0.28* | -0.13* | 0.44* | 1.00 | | | | | | | | |
| TAM_F | 0.64* | 0.15* | -0.20* | 0.49* | 0.59* | 0.36* | 0.46* | -0.34* | -0.29* | 0.12* | 0.24* | 1.00 | | | | | | | |
| IDA | -0.01 | 0.05* | -0.17* | 0.09* | -0.11* | -0.28* | -0.38* | -0.04 | 0.14* | -0.07* | -0.21* | -0.06* | 1.00 | | | | | | |
| TANG | 0.13* | 0.03 | -0.07* | 0.35* | 0.11* | -0.03 | -0.04 | -0.13* | -0.06* | -0.01 | -0.04* | 0.16* | 0.20* | 1.00 | | | | | |
| MTB | 0.35* | 0.09* | 0.79* | -0.15* | 0.17* | 0.18* | 0.23* | -0.07* | -0.16* | 0.02 | 0.08* | 0.15* | -0.24* | -0.10* | 1.00 | | | | |
| CAPEX | 0.11* | 0.05* | 0.08* | 0.18* | 0.20* | 0.04* | 0.16* | 0.01* | -0.18* | 0.01* | 0.01* | 0.20* | -0.11* | 0.13* | 0.11* | 1.00 | | | |
| LC | -0.18* | -0.22* | 0.012 | -0.58* | -0.22* | -0.12* | -0.13* | 0.15* | 0.15* | -0.04* | -0.10* | -0.34* | -0.09* | -0.27* | 0.04 | -0.15* | 1.00 | | |
| LIQ_CX | 0.99* | 0.29* | 0.10* | 0.37* | 0.36* | 0.18* | 0.28* | -0.24* | -0.18* | 0.09* | 0.11* | 0.67* | 0.02 | 0.17* | 0.36* | 0.18* | -0.22* | 1.00 | |
| RAT_S | 0.03 | 0.05* | 0.05* | -0.03 | 0.04* | -0.08* | 0.05* | -0.02 | 0.07* | -0.10* | -0.08* | -0.03 | -0.13* | 0.03 | 0.04* | 0.03 | 0.01 | 0.03 | 1.00 |

Fonte: Resultados da pesquisa