



117

Efeitos da Governança Corporativa na Alavancagem Financeiradas Empresas Listadas na B3

Mestre/MSc. Andriara Marques Rodrigues, Aluno Doutorado/Ph.D. Student Patrique Rosa Hedlund, Doutor/Ph.D. Nelson Hein, Doutor/Ph.D. Adriana Kroenke Hein

FURB, Blumenau, SC, Brazil

Mestre/MSc. Andriara Marques Rodrigues

Programa de Pós-Graduação/Course
PPGCC/FURB

Aluno Doutorado/Ph.D. Student Patrique Rosa Hedlund

Programa de Pós-Graduação/Course
PPGCC

Doutor/Ph.D. Nelson Hein

Programa de Pós-Graduação/Course
PPGCC

Doutor/Ph.D. Adriana Kroenke Hein

Programa de Pós-Graduação/Course
PPGCC

Resumo/Abstract

A governança corporativa está relacionada aos meios pelos quais uma empresa é administrada. Diante disso, existem estudos que afirmam existir uma relação entre a governança corporativa e o endividamento da empresa, visto que uma boa estrutura de governança alinha os interesses dos gestores e investidores. Sendo assim, o presente estudo teve como objetivo avaliar os efeitos das práticas de governança corporativa na alavancagem financeira em empresas listadas na B3. Para atender ao objetivo, realizou-se uma pesquisa quantitativa tendo como população as empresas brasileiras listadas na B3. Os dados foram coletados na Refinitiv®, tendo como período analisado, o ano de 2011 até 2019. As variáveis foram sujeitadas a análise dos modelos lineares hierárquicos. Os resultados apontam que a adoção de boas práticas de governança corporativa influencia o nível de endividamento das empresas. O estudo demonstrou que a alavancagem financeira das empresas está relacionada com a qualidade da governança corporativa, ou seja, as características do conselho e da estrutura de propriedade afetam os determinantes da estrutura de capital.

Modalidade/Type

Artigo Científico / Scientific Paper

Área Temática/Research Area

Contabilidade Financeira e Finanças (CFF) / Financial Accounting and Finance



Efeitos da Governança Corporativa na Alavancagem Financeira das Empresas Listadas na B3

RESUMO

A governança corporativa está relacionada aos meios pelos quais uma empresa é administrada. Diante disso, existem estudos que afirmam existir uma relação entre a governança corporativa e o endividamento da empresa, visto que uma boa estrutura de governança alinha os interesses dos gestores e investidores. Sendo assim, o presente estudo teve como objetivo avaliar os efeitos das práticas de governança corporativa na alavancagem financeira em empresas listadas na B3. Para atender ao objetivo, realizou-se uma pesquisa quantitativa tendo como população as empresas brasileiras listadas na B3. Os dados foram coletados na Refinitiv®, tendo como período analisado, o ano de 2011 até 2019. As variáveis foram sujeitadas a análise dos modelos lineares hierárquicos. Os resultados apontam que a adoção de boas práticas de governança corporativa influencia o nível de endividamento das empresas. O estudo demonstrou que a alavancagem financeira das empresas está relacionada com a qualidade da governança corporativa, ou seja, as características do conselho e da estrutura de propriedade afetam os determinantes da estrutura de capital.

Palavras-chave: estrutura de capital; governança corporativa; alavancagem.

1 Introdução

A governança corporativa (GC), pode ser descrita como um conjunto de ferramentas e mecanismos institucionais e de mercado que visam garantir que os gestores maximizem o valor da empresa de forma a agir de acordo com os interesses dos acionistas (Ngatano & Youlianto, 2021). Os mecanismos de GC são meios utilizados para a redução dos custos decorrentes do problema de agência, ou seja, são ferramentas com o intuito de minimizar a perda de valor de mercado proveniente dos conflitos de interesse entre gestores e investidores de uma empresa (Silveira et al., 2008).

Nesse sentido, empresas com níveis de governança mais eficientes, possuem regras claras e transparentes de decisões, oferecem estruturas de proteção aos fornecedores de capital mais adequadas, criam normas e comprometem-se com o cumprimento dos contratos (Neto et al., 2012). Segundo Liao (2012), a qualidade do sistema de governança é um dos determinantes do desvio da meta, e influência na velocidade com que esse desvio é removido. O autor evidencia que a velocidade de ajuste é maior para as empresas que possuem um nível superior de GC (Liao, 2012). Nesse sentido, o desvio da alavancagem ótima depende da força da GC na empresa (Jiraporn et al., 2012).

Liao et al. (2015), enfatizam que um sistema com boas práticas de GC faria com que o gerente movesse a alavancagem em direção ao nível desejado dos acionistas, e não em seu próprio nível desejado. Dessa forma, os autores sugerem a existência de uma relação positiva entre GC e *Speed of Adjustment* (SOA) em relação ao nível desejado pelos acionistas e não pelo gerente. Na pesquisa de Jiraporn et al. (2012) também se argumenta sobre a possibilidade de haver uma relação significativa entre a alavancagem e as boas práticas de GC.

A estrutura de capital é uma questão importante para os tomadores de decisões financeiras, visto que as empresas buscam maximizar seu valor, a partir de uma estrutura adequada de capital. Como as empresas estão inseridas em ambientes instáveis, podem ocorrer eventos inesperados e aleatórios, e esses eventos podem fazer com que as empresas se desviem temporariamente de sua estrutura de capital-alvo e gradualmente volte a trabalhar no ajuste para o financiamento ideal. (Drobtetz & Wanzenried, 2006).

Assim, muitas pesquisas têm discutido a questão da estrutura de capital e a alavancagem meta (ideal) das empresas. Na qual, as empresas devem ser capazes de determinarem uma proporção adequada entre a dívida e o patrimônio líquido, para maximizar o valor para o acionista e minimizar o custo de capital (Soekarno et al., 2015). Desvios da alavancagem alvo reduzem o valor da empresa, e por isso as empresas são incentivadas a ajustar a sua alavancagem ao nível ideal, assim, verificar a velocidade com que as empresas se ajustam em direção a sua alavancagem alvo, é uma questão importante na estrutura de capital (Huang & Ritter, 2009).

No mercado brasileiro, essas mudanças impactam diretamente na administração das empresas, incluindo a gestão da empresa e as decisões voltadas para a estrutura de capital (Machado et al., 2015). Nesse sentido a presente pesquisa, visa responder a seguinte questão: Quais os efeitos dos mecanismos de GC, considerando as práticas do conselho de administração e a estrutura de propriedade, na alavancagem financeira das empresas? Portanto, o objetivo do estudo compreende Avaliar os efeitos das práticas de GC na alavancagem financeira das empresas listadas na B3.

Kyriazopoulos (2017), afirma em sua pesquisa que a relação entre estrutura de capital e GC, não tem atraído muito a atenção dos pesquisadores, e que até então os resultados encontrados são mistos, deixando o tema aberto para novas pesquisas. Diante disso, o presente estudo se propõe a investigar se as boas práticas de GC exercem influência na alavancagem financeira das empresas.

A pesquisa visa contribuir com a literatura existente sobre a GC, no sentido de relacionar a qualidade da GC com a alavancagem financeira das empresas. Demonstrando que uma boa estrutura de GC pode influenciar a alavancagem financeira das empresas. Quanto as contribuições práticas, pode-se ressaltar que, as empresas poderão se atentar mais para a questão da GC, visando melhorá-la, para garantir recursos financeiros com custos mais baixos, além disso aumentar o seu valor de mercado, por meio do ajuste da estrutura de capital.

A contribuição social do estudo, reside na sinalização de que empresas com boas práticas de GC possuem níveis de endividamento diferentes do que empresas que não possuem boas práticas de GC. Por fim, este estudo visa contribuir para as pesquisas voltadas para o tema de Estrutura de Capital, especificamente para a linha de pesquisa em Contabilidade Financeira.

2 Referencial Teórico

2.1 Velocidade de Ajuste da Estrutura de Capital

O principal objetivo da empresa é maximizar a riqueza dos acionistas. Nesse contexto cabe aos gestores gerar valor econômico para a firma por meio de políticas financeiras, políticas de investimento, financiamento e distribuição de dividendos. Assim, a gestão da empresa deve tomar decisões com o intuito de aumentar o valor de mercado da empresa (Soekarno et al., 2016).

As teorias sobre estrutura de capital, segundo Soekarno et al. (2015) começaram a ser discutidas a partir do trabalho de Modigliani e Miller (1958), que pressupõe condições perfeitas de mercado. Buvanendra et al. (2018) afirmam que diversas teorias e hipóteses buscavam encontrar uma estrutura ótima de capital. Modigliani e Miller (1958), afirmam que o valor de mercado da empresa independe de sua estrutura de capital, no modelo descrito pelos autores não há estrutura ótima de capital. Durand (1959), analisa as suposições de Modigliani e Miller (MM) e indica algumas dificuldades em usá-las. Ele argumenta que a abordagem de MM para o custo de capital, como uma relação entre ganhos correntes e o preço de mercado é estática. Segundo o autor, o custo de capital deve medir o incentivo necessário para atrair novos



investimentos para atender as necessidades da empresa inserida em uma economia em expansão.

A estrutura dinâmica de capital, depende do benefício do financiamento da dívida (vantagem fiscal), custos potenciais de financiamento da dívida (custos de falência), a variabilidade dos ativos subjacentes, a taxa de juros sem risco e o tamanho dos custos da recapitalização (Fischer et al., 1989). Os autores salientam ainda, que as empresas devem escolher uma estrutura de capital que gere mais riqueza e mantenha sua sustentabilidade, assim a empresa pode escolher entre muitas estruturas de capital alternativas, dessa forma as empresas diferem na maneira como gerenciam a questão da otimização da estrutura de capital (Fischer et al., 1989).

Da mesma forma, a velocidade de ajuste depende das características da empresa, e varia entre as empresas e o decorrer do tempo (Buvanendra et al., 2018). A velocidade de ajuste da estrutura de capital em direção à alavancagem desejada pode ser semelhante dentro dos setores e heterogêneo entre os setores, em função dos custos de ajuste específicos da empresa (Zhou et al., 2016).

Segundo Drobetz et al. (2015), a velocidade de ajuste depende: dos custos de desvio da capital alvo; e dos custos de ajuste de volta à meta. Os autores ainda comentam que: “Os gerentes financeiros devem avaliar a compensação entre os custos de estar fora do índice de alavancagem alvo e os custos de ajuste.” (Drobetz et al., 2015, p.937).

Drobetz e Wanzenried (2013) elucidam que as empresas tendem a se ajustar mais rapidamente em direção a sua meta de alavancagem em condições macroeconômicas adequadas. Os autores, complementam que as empresas de crescimento mais rápido e que estão mais distantes de sua meta de alavancagem se ajustam mais rapidamente, essa velocidade de ajuste depende também do ciclo de negócios atual da empresa (Drobetz & Wanzenried, 2013). Zhou et al. (2016), esperam que a velocidade com que uma empresa se ajusta a alavancagem alvo esteja relacionada a sensibilidade do custo de capital ao desvio da alavancagem alvo.

Na busca pela maximização do valor, as empresas durante seu ciclo de negócios tendem a buscar esse endividamento ideal. Esse movimento que as empresas fazem para atingir a meta de endividamento é chamado de velocidade de ajuste, e depende das características da empresa e principalmente dos custos de ajustes. Por isso a velocidade com que cada empresa se move para alcançar essa meta é diferente.

2.2 Governança Corporativa

A GC ganhou maior importância, a partir de mudanças estruturais vivenciadas pela economia brasileira ao longo dos anos de 1990 e 2000. Além disso, no âmbito institucional também ocorreram incentivos para a adoção de melhores práticas de GC (Fonseca et al., 2016). A GC pode ser entendida como as maneiras pelas quais os fornecedores de recursos para as empresas se asseguram de obter o retorno do seu investimento (Shleifer & Vishny, 1997). Vieira et al. (2011), afirmam que a GC pode ser definida como um sistema pelo qual as empresas são dirigidas e controladas.

Nesse sentido, a redução dos prejuízos causados por conflitos de interesse entre tomadores de decisão e credores, depende da presença de um conjunto de mecanismos internos e externos que alinhem os interesses dos gestores ao dos analistas (Silveira, 2004). Esse conjunto de mecanismos mencionados, é chamado de GC. Alguns exemplos desses mecanismos podem ser: o conselho de administração, estrutura de propriedade e controle, a política de remuneração, a estrutura de capital, a publicação de relatórios regulares, entre outros (Silveira, 2004).



A pesquisa de Silveira et al. (2008), investiga os determinantes da qualidade da GC das companhias abertas brasileiras. Os resultados do estudo sugerem que a estrutura de propriedade e o desempenho da empresa podem influenciar na qualidade da GC. Macedo e Corrar (2012), analisam de forma comparativa o desempenho financeiro das empresas com boas práticas de governança e outras sem essa característica. Os achados dos autores sugerem que as empresas com boas práticas de GC possuem desempenho financeiro superior comparado àquelas que não possuem uma boa estrutura de governança.

Nesse sentido, um dos principais mecanismos de governança das empresas e que influencia o grau em que a administração representa os interesses dos acionistas é o conselho de administração, esse órgão, é uma solução de mercado para um problema de design organizacional ((Liao et al., 2012). Dentro da estrutura de GC, o conselho de administração tem uma função importante, visto que ele é considerado o principal mecanismo interno para a redução dos custos de agência (Silveira, 2004). De acordo com os autores Sheikh e Wang (2012), o conselho é um órgão muito importante para o sucesso de uma empresa, visto que é o órgão mais alto na tomada de decisão da empresa, pois tem como responsabilidade fornecer suporte estratégico para assegurar o crescimento da companhia e aumentar o retorno para os acionistas.

Rajan e Zingales (1995) defendem que a participação de grandes acionistas no conselho de administração pode ajudar a reduzir os custos de agências entre gestores e acionistas, facilitando as questões relacionadas ao financiamento da empresa. De acordo com Demsetz e Lehn (1985), existem forças que afetam a estrutura de propriedade, e dessas os autores destacam três como sendo importantes e suficientes, sendo elas: o tamanho que maximiza o valor, o potencial de controle e a regulamentação. Segundo os autores, quanto maior o tamanho competitivamente viável das empresas, maiores serão os seus recursos de capital e o valor de mercado de uma determinada fração da propriedade será maior. O valor mais alto de uma determinada parte da empresa, já deve auxiliar a reduzir o grau de concentração da propriedade, dessa maneira os efeitos do tamanho podem implicar em maior difusão de propriedade quanto maior for a empresa.

O potencial de controle, refere-se ao ganho de riqueza que pode ser obtido por meio do monitoramento eficaz do desempenho gerencial pelos proprietários de uma empresa (Demsetz & Lehn, 1985). Se o mercado de controle corporativo e o mercado de trabalho gerencial alinharem os interesses dos gerentes e acionistas, o potencial de controle não teria nenhum efeito na explicação da estrutura de propriedade (Demsetz & Lehn, 1985). Já com relação a regulamentação, os autores afirmam, que ela restringe as opções disponíveis aos proprietários, reduzindo o potencial de controle de formas que podem não se relacionar na instabilidade de lucros. Ainda de acordo com os autores, a regulamentação fornece monitoramento subsidiado e disciplinado da gestão das empresas.

2.3 Hipóteses

Boa estrutura de GC pode ser um fator que exerce influência na estrutura de capital, visto que empresas com boas práticas de governança podem estar sujeitas a melhores condições de financiamento, por fornecerem informações confiáveis para os investidores. Além disso, as práticas de GC podem melhorar a gestão da empresa, tornando-a mais eficaz e eficiente, e aumentando seu valor. Nesse sentido, Vieira et al. (2011) argumentam que a adoção de boas práticas de GC contribui para a otimização do desempenho empresarial e para o desempenho no mercado de capitais, pois os investidores sentem-se mais protegidos com relação ao retorno de suas aplicações.

Mukherjee e Wang (2013), argumentam que a velocidade de ajuste de uma empresa depende do desvio de sua meta de alavancagem. A velocidade de ajuste das firmas para a sua meta de alavancagem depende das suas características específicas e varia de empresa para empresa (Buvanendra et al., 2018). Alguns estudos examinam a relação da GC com as decisões de estrutura de capital (Hewa Wellalage & Locke, 2012; Bulathsinghalage & Pathirawasam, 2017). Silveira et al. (2008), afirmam que as práticas de GC, principalmente aquelas relacionadas a estrutura de propriedade e conselho de administração, influenciam a alavancagem financeira.

Estudos analisam a relação da GC com a velocidade de ajuste. Liao (2012), afirma que as empresas ajustam sua estrutura de capital em diferentes velocidades e, que a GC desempenha um papel importante na determinação dessa velocidade. O autor ainda menciona, que uma empresa com dualidade na atuação do CEA, conselho com considerável independência e um pacote de remuneração eficaz possui maior velocidade de ajuste.

A pesquisa de Sheikh e Wang (2012), analisa se os atributos de GC, como tamanho do conselho, diretores externos, concentração de propriedade, propriedade gerencial, remuneração dos conselheiros e dualidade do CEO afetam as escolhas da estrutura de capital das empresas paquistanesas. Os resultados da pesquisa, indicam que o tamanho do conselho, os conselheiros externos e a concentração de propriedade estão positivamente relacionados ao endividamento total e de longo prazo. A dualidade do CEO não apresentou evidências e a propriedade gerencial está relacionada de forma negativa com o endividamento de longo prazo. Diante do exposto tem se a seguinte hipótese com relação ao conselho de administração:

H₁ – Quanto mais elevado o nível da qualidade do conselho de administração, maior são os efeitos das variáveis do constructo de Rajan e Zingales (CRZ) na alavancagem financeira das empresas.

“O conflito de interesses entre acionistas controladores e minoritários pode gerar distorções no comportamento de financiamento da empresa” (Crisóstomo & Pinheiro, 2015, p. 4). Os autores afirmam que a alta concentração de propriedade pode ter um efeito negativo sobre a emissão de ações, pelo fato de novos investidores terem menos interesse em investir em ações de empresas com poucos acionistas controladores, e grandes acionistas são resistentes à perda de poder. As consequências do nível de concentração de propriedade, estão relacionadas aos custos e benefícios para o desempenho e valor das empresas, e as causas possuem ligação com os fatores que determinam o grau de concentração, como instabilidade do mercado, tamanho da empresa e estrutura de capital (Crisóstomo & Pinheiro, 2015).

Um acionista controlador, possui maior poder sobre o uso de recursos da empresa, e isso acaba possibilitando o uso em benefício próprio, enquanto os outros acionistas da empresa assumem parcialmente com os custos (Okimura et al., 2007). Em países com baixa proteção legal aos investidores, “[...] a concentração de propriedade parece ser uma resposta do mercado para minimizar a probabilidade de expropriação por parte dos administradores em detrimento dos acionistas.” (Okimura et al., 2007, p. 120). Os acionistas controladores podem expropriar a riqueza dos outros acionistas, por meio de pagamento de salários excessivos para si, pela auto nomeação em cargos privilegiados ou para familiares, utilizar ativos como garantia de empréstimos pessoais, pagar ou receber valores de transferências altos para as empresas das quais são proprietários (Crisóstomo & Pinheiro, 2015).

Fauzi e Locke (2012), investigam o papel da estrutura do conselho e o efeito das estruturas de propriedade no desempenho de 79 empresas listadas na Nova Zelândia. Os autores encontram como resultados que os conselhos melhoram o desempenho das empresas, por fornecerem maior monitoramento, aumentam a independência do conselho e neutralizam o entrenchamento gerencial. Os achados sugerem que a existência do comitê do conselho e uma

maior propriedade gerencial, impactam de forma positiva o desempenho das empresas. Em contrapartida, uma proporção maior de conselheiros não executivos, conselheiras mulheres nos conselhos da Nova Zelândia e uma proporção maior de propriedade do blockholder diminui o desempenho da empresa. Pois quanto maior o nível de propriedade blockholder, maior a possibilidade de problemas de agência.

O estudo de Feng et al. (2020), tem como objetivo de examinar a relação entre GC, estrutura de propriedade e estrutura de capital, utilizando uma amostra de 119 empresas imobiliárias chinesas listadas, no período de 2014 a 2018. Os resultados do estudo evidenciam que a concentração de propriedade está positivamente correlacionada com a estrutura de capital, isso implica que a concentração de propriedade pode aliviar o problema de agência, aumentando a dívida e reduzindo o custo de agência. Além disso, os autores demonstram que o índice de participação acionária estatal é negativamente correlacionado com a estrutura de capital, indicando singularidade no mercado imobiliário chinês e que os acionistas estatais não desempenham plenamente seu papel de supervisão.

Diante do exposto, o estudo tem a seguinte hipótese com relação a estrutura de propriedade:

H₂ – Quanto mais elevado o nível da estrutura de propriedade, maior é a influência das variáveis do constructo de Rajan e Zingales (CRZ) na alavancagem financeira das empresas.

3 Método

A pesquisa caracteriza-se como quantitativa, possui abordagens dedutiva e descritiva. tem como população 371 empresas brasileiras listadas na B3, exceto as empresas dos setores financeiro e de utilidade pública, no período de 2011 a 2019. O período escolhido foi por conta de que todas as empresas divulgam os resultados no padrão IFRS. A amostra foi construída considerando a acessibilidade aos dados, ou seja, foram excluídas as empresas que não possuírem algumas das variáveis utilizadas no estudo para o período de análise. Foram mantidas na amostra empresas que tenham dados de pelo menos cinco anos disponíveis para análise. Os dados foram obtidos junto a Refinitiv®. Totalizando uma amostra com 163 empresas para análise.

Quanto a estimação da velocidade de ajuste, para a estimação do SOA, será aplicada a construção estabelecida nos estudos Iqbal-Hussain et al. (2016), Zhou et al. (2016), Buvanendra et al. (2018).

No contexto geral o SOA pode ser obtido, por meio da seguinte equação:

$$LEV_{i,t} - LEV_{i,t-1} = \lambda [LEV_{i,t}^* - LEV_{i,t-1}] \quad (1)$$

Onde:

$LEV_{i,t}$ é a alavancagem da empresa i no tempo t ;

$LEV_{i,t-1}$ é a alavancagem da empresa i no tempo $t - 1$;

$LEV_{i,t}^*$ é a alavancagem ótima (que maximiza o valor da empresa) da empresa i no tempo t ; e λ é o coeficiente que determina o quanto em média uma empresa consegue em um período ajustar sua alavancagem observada com a ótima estimada.

Importante perceber nessa etapa, que o coeficiente estimado é comum para todas as observações i , ou seja, as especificidades das empresas não são consideradas. Sobre o aspecto da especificidade do ajuste, é possível pressupor algumas adaptações do modelo que permitam estimar uma característica de ajuste própria da firma. Desta maneira ao se supor que existe uma variação do SOA, é razoável estabelecer o modelo:

$$(1 - \lambda) = \delta_0 + \sum \delta_j Z_{i,j} \quad (2)$$

Onde: $Z_{i,j}$ com $j = 1, 2, \dots, J$ é o conjunto de variáveis explicativas do SOA próprias da empresa i (Buvanendra et al., 2018). De modo especial, o conjunto de variáveis Z_i é formado, para esta pesquisa, como um conjunto de variáveis relacionadas a GC nas dimensões de conselho de administração e estrutura de propriedade. O resultado dessa consideração é a seguinte expressão:

$$LEV_{i,t} = \delta_0 LEV_{i,t-1} + \sum \delta_j [Z_{i,j} \times LEV_{i,t-1}] + [\theta_0^* + \sum \theta_k^* X_k] + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Considerando a perspectiva da Teoria Trade-Off, busca-se determinar o modelo de otimização da estrutura de capital das empresas. A Equação 3 destacou como se dá o processo de aplicação de tal fórmula ao modelo de estimação da velocidade dos ajustes, adaptado de Rajan e Zingales (1995). A Equação 4 a seguir destaca o modelo efetivamente aplicado neste estudo:

$$LEV_{i,t}^* = \theta_0 + \theta_1 TANG_{i,t} + \theta_2 TAM_{i,t} + \theta_3 CRESC_{i,t} + \theta_4 MTB_{i,t} + \theta_5 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

Para efeitos práticos estas variáveis serão chamadas de constructo Rajan e Zingales (CRZ). As informações referentes ao constructo da pesquisa, quanto a mensuração da alavancagem e demais características em nível de empresa são apresentadas na tabela 1.

Tabela 1

Constructo da pesquisa

Variáveis	Descrição	Fórmula	Autores
$BLEV_{i,t}$	Alavancagem Contábil	$\frac{Passivo\ total}{Ativo\ Total}$	Iqbal-Hussain et al. (2016);
$MLEV_{i,t}$	Alavancagem a Mercado	$\frac{Débitos\ Totais}{Ativos\ Totais}$	Iqbal-Hussain et al. (2016); Wojewodzki et al. (2017);
$TANG_{i,t}$	Tangibilidade	$\frac{Ativos\ fixos}{Ativos\ Totais}$	Drobtetz e Wanzenried (2006); Mukherjee e Wang (2013); Iqbal-Hussain et al. (2016); Buvanendra et al. (2018);
$TAM_{i,t}$	Tamanho	Logaritmo natural do total de ativos	Drobtetz e Wanzenried (2006); Iqbal-Hussain et al. (2016); Wojewodzki et al. (2017);
$CRESC_{i,t}$	Crescimento	$\frac{Receita\ líquida\ t - Receita\ líquida\ t - 1}{Receita\ líquida\ t - 1}$	Drobtetz e Wanzenried (2006); Wojewodzki et al. (2017); Buvanendra et al. (2018);
$MTB_{i,t}$	Market-to-book	$\frac{Valor\ de\ mercado\ da\ empresa}{Valor\ contábil\ da\ empresa}$	Iqbal-Hussain et al. (2016);
$ROA_{i,t}$	Lucratividade	$\frac{EBIT}{Ativo\ Total}$	Drobtetz e Wanzenried (2006); Mukherjee e Wang (2013); Wojewodzki et al. (2017);

Fonte: Elaborado pelo autor, 2022.

Para construção da *proxies* de GC, relativa ao conselho de administração foram operacionalizadas as seguintes variáveis conforme apresentado na tabela 2, a seguir:

Tabela 2

Constructo das variáveis de Governança Corporativa - Conselho de Administração

Variável	Descrição	Narrativa da variável	Autores
BODIND	Independência conselho	do A proporção de administradores não executivos na comissão de auditoria da independência.	Fauzi e Locke (2012);
COMPBOD	Composição do conselho	A composição variável do Conselho representa a proporção de	Butt e Hasan (2009)

		administradores não executivos no conselho e é calculada como o número de administradores não executivos dividido pelo número total de administradores.	
DCEO	Dualidade de gestão	Variável Dummy, 1 se o CEO for o presidente do conselho; caso contrário, é considerado 0.	Butt e Hasan (2009)

Fonte: Elaborado pelo autor, 2022.

Para construção das *proxies* de GC, relativa à estrutura de propriedade foram operacionalizadas as seguintes variáveis conforme apresentadas na tabela 3, a seguir:

Tabela 3

Constructo das variáveis de Governança Corporativa - Estrutura de Propriedade

Variável	Descrição	Narrativa da variável	Autores
FF	Concentração de Propriedade em <i>Free Float</i>	Percentual de Ações em concentração de <i>free float</i>	Wang e Xu (2004);
VMAIOR	Concentração de propriedade em posse dos cinco maiores acionistas	Percentual de ações concentradas em posse dos cinco maiores acionistas	Campos (2006); Câmara Leal e da Silva (2008);
IMAIOR	Concentração de propriedade em posse de um único acionista	Percentual de ações concentradas em posse do maior acionista.	Campos (2006); Câmara Leal e da Silva (2008);

Fonte: Elaborado pelo autor, 2022.

Enquadradas as empresas em seus respectivos grupos em cada uma das dimensões da GC, a saber, conselho de administração e estrutura de propriedade, estes valores foram sujeitos à análise dos modelos lineares hierárquicos, também conhecidos na literatura por modelo multinível (Fávero & Belfiore, 2019).

A estimativa dos modelos multinível, usando as variáveis do enfoque dado por Rajan e Zingales (1995), que neste estudo usou o pacote estatístico SPSS®, permitindo a verificação à existência de características que explicam possíveis diferenças de desempenho entre empresas no mesmo nível enquadrado, bem como se a tangibilidade (TANG), tamanho (TAM), crescimento (CRESC), *Mark-to-Book* (MTB) e o retorno sobre os ativos (ROA) explicam a alavancagem das empresas em estudo.

Basicamente, o modelo linear hierárquico leva em consideração estruturas aninhadas, agrupando modelos de regressão por grupos. Com efeito, é estabelecido um modelo de regressão para cada grupo dentro de um nível de agrupamento. O modelo geral é dado por $y_i = \beta_0 + \beta_1 x_i + \varepsilon_i$; onde i é o nível do indivíduo. O modelo hierárquico de dois níveis é dado por: $y_{ij} = \beta_{0j} + \beta_{1j} x_{ij} + \varepsilon_{ij}$. Esta variabilidade em segundo nível é a característica principal nos modelos hierárquicos, dando lugar a um modelo diferente ao tradicional modelo de regressão geral.

Para a estimação dos parâmetros é utilizada a máxima verossimilhança com valores centralizados, não pelo grupo específico, mas centralizado pela média de todos os elementos, dado que os níveis são independentes entre si, permitindo tal procedimento (Marôco, 2014). Os algoritmos de estimação são métodos de cálculo que por meio de iterações sucessivas, que permitem determinar o valor dos coeficientes para a análise dos resultados (Fávero & Belfiore, 2019). A validação dos modelos é feita por meio do ICC (Índice de Correlação Intraclasses). Os modelos deste estudo são assim descritos:

$$B_ALAV_{it} = \gamma_{00} + (\gamma_{10} + u_{1j})TANG_{it} + \beta_2[Nível]_j + \beta_3TANG_{it} \times [Nível]_{ij} + \delta \quad (5)$$

$$B_ALAV_{it} = \gamma_{00} + (\gamma_{10} + u_{1j})TAM_{it} + \beta_2[Nível]_j + \beta_3TAM_{it} \times [Nível]_{ij} + \delta \quad (6)$$

$$B_ALAV_{it} = \gamma_{00} + (\gamma_{10} + u_{1j})CRESC_{it} + \beta_2[Nível]_j + \beta_3CRESC_{it} \times [Nível]_{ij} + \delta \quad (7)$$

$$B_ALAV_{it} = \gamma_{00} + (\gamma_{10} + u_{1j})MTB_{it} + \beta_2[Nível]_j + \beta_3MTB_{it} \times [Nível]_{ij} + \delta \quad (8)$$

$$B_ALAV_{it} = \gamma_{00} + (\gamma_{10} + u_{1j})ROA_{it} + \beta_2[Nível]_j + \beta_3ROA_{it} \times [Nível]_{ij} + \delta \quad (9)$$

$$M_ALAV_{it} = \gamma_{00} + (\gamma_{10} + u_{1j})TANG_{it} + \beta_2[Nível]_j + \beta_3TANG_{it} \times [Nível]_{ij} + \delta \quad (10)$$

$$M_ALAV_{it} = \gamma_{00} + (\gamma_{10} + u_{1j})TAM_{it} + \beta_2[Nível]_j + \beta_3TAM_{it} \times [Nível]_{ij} + \delta \quad (11)$$

$$M_ALAV_{it} = \gamma_{00} + (\gamma_{10} + u_{1j})CRESC_{it} + \beta_2[Nível]_j + \beta_3CRESC_{it} \times [Nível]_{ij} + \delta \quad (12)$$

$$M_ALAV_{it} = \gamma_{00} + (\gamma_{10} + u_{1j})MTB_{it} + \beta_2[Nível]_j + \beta_3MTB_{it} \times [Nível]_{ij} + \delta \quad (13)$$

$$M_ALAV_{it} = \gamma_{00} + (\gamma_{10} + u_{1j})ROA_{it} + \beta_2[Nível]_j + \beta_3ROA_{it} \times [Nível]_{ij} + \delta \quad (14)$$

$$B_ALAV_{it} = \gamma_{00} + (\gamma_{10} + u_{1j})TANG_{it} + \beta_2[Nível]_j + \beta_3TANG_{it} \times [Nível]_{ij} + \delta \quad (15)$$

$$B_ALAV_{it} = \gamma_{00} + (\gamma_{10} + u_{1j})TAM_{it} + \beta_2[Nível]_j + \beta_3TAM_{it} \times [Nível]_{ij} + \delta \quad (16)$$

$$B_ALAV_{it} = \gamma_{00} + (\gamma_{10} + u_{1j})CRESC_{it} + \beta_2[Nível]_j + \beta_3CRESC_{it} \times [Nível]_{ij} + \delta \quad (17)$$

$$B_ALAV_{it} = \gamma_{00} + (\gamma_{10} + u_{1j})MTB_{it} + \beta_2[Nível]_j + \beta_3MTB_{it} \times [Nível]_{ij} + \delta \quad (18)$$

$$B_ALAV_{it} = \gamma_{00} + (\gamma_{10} + u_{1j})ROA_{it} + \beta_2[Nível]_j + \beta_3ROA_{it} \times [Nível]_{ij} + \delta \quad (19)$$

$$M_ALAV_{it} = \gamma_{00} + (\gamma_{10} + u_{1j})TANG_{it} + \beta_2[Nível]_j + \beta_3TANG_{it} \times [Nível]_{ij} + \delta \quad (20)$$

$$M_ALAV_{it} = \gamma_{00} + (\gamma_{10} + u_{1j})TAM_{it} + \beta_2[Nível]_j + \beta_3TAM_{it} \times [Nível]_{ij} + \delta \quad (21)$$

$$M_ALAV_{it} = \gamma_{00} + (\gamma_{10} + u_{1j})CRESC_{it} + \beta_2[Nível]_j + \beta_3CRESC_{it} \times [Nível]_{ij} + \delta \quad (22)$$

$$M_ALAV_{it} = \gamma_{00} + (\gamma_{10} + u_{1j})MTB_{it} + \beta_2[Nível]_j + \beta_3MTB_{it} \times [Nível]_{ij} + \delta \quad (23)$$

$$M_ALAV_{it} = \gamma_{00} + (\gamma_{10} + u_{1j})ROA_{it} + \beta_2[Nível]_j + \beta_3ROA_{it} \times [Nível]_{ij} + \delta \quad (24)$$

Ao final das operacionalizações é analisado um modelo com as variáveis que se mostram estatisticamente significativas.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A análise dos resultados contemplou os dados de 163 empresas, no período de 2011 a 2019. De modo geral, na tabela 4 é apresentada a estatística descritiva das variáveis relacionadas a estrutura de capital.

Tabela 4

Descrição Geral das variáveis de Estrutura de Capital

	B_ALAV	M_ALAV	TANG	TAM	CRESC	MKT	ROA
Média	0,5957	0,3095	0,2466	15.820.464.343,73	0,2347	2,5665	0,0558
Mediana	0,5826	0,3031	0,2024	2.850.015.000,00	0,0707	1,2972	0,0574
Mínimo	0,0540	0,0001	0,0000005	11.934.000,00	-2,7084	0,0087	-0,9824
Maxímo	3,5137	1,1007	0,9036	926.011.000.000,00	109,7711	140,97	0,4595
Desvio Padrão	0,2560	0,1834	0,2220	68.423.794.657,39	3,4200	6,7935	0,0930

Fonte: dados da pesquisa, 2022.

A alavancagem contábil das empresas é em média de 0,5957. Já a alavancagem a mercado apresenta uma média de 0,3095. As empresas analisadas apresentam uma tangibilidade média de 0,2466, ou seja, em média as empresas apresentam 24,66% de ativos fixos na composição do seu ativo total. Em média, o tamanho das empresas, medido pelo valor dos ativos totais é de R\$ 15.820.464.343,73.

As empresas analisadas, em média apresentaram um crescimento de 0,2347 (23,47%), cabe destacar nessa variável, o máximo encontrado foi de 109,77, indicando um crescimento de 109,77%. O *market-to-book*, apresenta uma ampla variação entre seu valor mínimo e máximo, sendo o valor mínimo de 0,0087 e máximo 140,97, com uma média de 2,5665. A lucratividade das empresas representa em média 5,58% dos ativos totais. O qual varia de -0,9824 a 0,4595.

As variáveis que captam as características de GC, utilizadas nesta pesquisa, totalizam seis, sendo três relacionadas ao conselho de administração e três relacionadas a estrutura de propriedade. A tabela 5, evidencia a estatística descritiva das variáveis de GC.

Tabela 5

Descrição Geral das variáveis de Governança Corporativa

	Estrutura de Propriedade			Conselho de Administração	
	Free Float (%)	Cinco maiores acionistas (%)	Acionista Majoritário (%)	Membros Independentes (%)	Membros não independentes (%)
Média	51,09	65,25	41,61	39,78	77,93
Mediana	47,43	68,45	38,78	37,50	80,00
Mínimo	0,06	1,94	0,58	5,00	20,00
Máximo	100,00	99,92	100,00	100,00	100,00
Desvio Padrão	27,30	20,70	24,36	20,33	14,12

Fonte: dados da pesquisa, 2022.

Ao analisar as variáveis relacionadas a estrutura de propriedade, tem-se o percentual de ações em *Free Float*, essa variável apresenta uma média de 51,09%, variando de 0,06% até 100%. Quanto aos cinco maiores acionistas, a média demonstra que 65,25% das ações estão divididas entre os cinco maiores acionistas, e essa proxy varia entre o mínimo de 1,94% até 100%. A variável Acionista Majoritário, varia entre 0,58% e 100% e apresenta uma média de 41,61%.

As variáveis que medem os níveis do conselho de administração são divididas em três. Percebe-se que o percentual de membros independentes apresenta média de 39,78%, variando entre 5% e 100%. Já o percentual de membros não independentes, apresenta média de 77,93%, e varia entre 20% e 100%. Por fim, a variável que verifica a dualidade de gestão é uma variável dicotômica, na qual seria atribuído valor 0 se o CEO fosse o presidente do Conselho de Administração, e 1 caso o CEO não fosse o presidente. Verifica-se que em 64,34%, das empresas que compõe a amostra e apresentam essa informação, o CEO é o presidente do Conselho de Administração, e em 35,64% dos casos o CEO não é o presidente do Conselho de Administração.

Para analisar os efeitos da estrutura do *Board of directors* sobre a alavancagem financeira das empresas, utilizou-se a regressão com base em modelos lineares hierárquicos,

buscando evidenciar as variáveis que exercem influência na estrutura de capital das empresas, de acordo com os níveis do conselho de administração. Então, para o conselho de administração foi verificado inicialmente a condição de uso dos modelos lineares hierárquicos que é o Coeficiente de Correlação Intraclases (ICC) dado por: $ICC = \frac{\sigma_{u_{0j}}^2}{\sigma_{u_{0j}}^2 + \sigma_{\varepsilon_{ij}}^2}$. Em ambas as situações: nível do conselho de administração e nível da estrutura de propriedade foram superiores a 0,10. Respectivamente: 0,82 e 0,79, apresentado aderência aos modelos lineares hierárquicos.

Inicialmente tem-se como variável dependente B_ALAV (alavancagem contábil) e posteriormente M_ALAV (alavancagem a mercado). As equações a seguir, apresentam a relação entre a alavancagem contábil e o tamanho da empresa, em três níveis do Conselho de Administração.

$$[NGCCA = 1]: B_ALAV = 0,090 + 0,022TAM + \varepsilon_{ij} \quad (25)$$

$$[NGCCA = 2]: B_ALAV = -0,735 + 0,057TAM + \varepsilon_{ij} \quad (26)$$

$$[NGCCA = 3]: B_ALAV = -0,568 + 0,050TAM + \varepsilon_{ij} \quad (27)$$

A equação 25, evidência a influência do tamanho em um nível baixo do conselho de administração, na qual o tamanho auxilia a alavancagem em 0,022. A equação 26, demonstra que em um nível intermediário do conselho de administração, o tamanho influencia mais a alavancagem das empresas, pois ele apresenta 0,057. Já no nível mais alto, de acordo com a equação 27, o tamanho também oferece apoio para as empresas moverem a sua alavancagem contábil de 0,050. Com base no exposto, percebe-se que o tamanho é uma variável que ajuda as empresas a moverem a sua alavancagem. Destaca-se o nível intermediário, no qual pode-se perceber que o tamanho possui maior influência na alavancagem contábil.

As equações que seguem apresentam a relação entre alavancagem contábil e *market-to-book*, nos três níveis do Conselho de administração. A partir das equações, pode-se perceber a influência positiva do *market-to-book* na alavancagem, ou seja, pode-se afirmar que essa variável colabora com o endividamento das empresas.

$$[NGCCA = 1]: B_ALAV = 0,564 + 0,003MTB + \varepsilon_{ij} \quad (28)$$

$$[NGCCA = 2]: B_ALAV = 0,565 + 0,007MTB + \varepsilon_{ij} \quad (29)$$

$$[NGCCA = 3]: B_ALAV = 0,552 + 0,011MTB + \varepsilon_{ij} \quad (30)$$

Pode-se observar na equação 28, que o *market-to-book*, possui 0,003 de colaboração nos índices de dívida no nível baixo do Conselho de Administração, enquanto na equação 29, é apresentado que no nível intermediário do Conselho de Administração o *market-to-book* auxilia em 0,007 as empresas a alavancarem-se. Por fim, no nível alto de Conselho de Administração, pode-se verificar por meio da equação 30, que o *market-to-book* apresenta 0,011, ou seja, em um nível maior do Conselho de Administração o *market-to-book* também se destaca. Nesse sentido, por meio dessas equações, pode-se afirmar que quanto maior o nível do Conselho de Administração dentro da estrutura de GC, mais o *market-to-book*, auxilia as empresas a alavancarem-se.

Após os testes com a alavancagem contábil, são realizados testes com a alavancagem a mercado, também nos três níveis do Conselho de administração. As equações a seguir exibem a relação entre tangibilidade e a alavancagem a mercado. É possível observar, que nos três níveis do Conselho de Administração, a tangibilidade fornece apoio para as empresas se alavancarem conforme demonstrado nas equações 31, 32 e 33. Por meio, das equações pode-se verificar que quanto maior o nível do Conselho de Administração, mais a tangibilidade auxilia no nível de endividamento.

$$[NGCCA = 1]: M_ALAV = 0,264 + 0,036TANG + \varepsilon_{ij} \quad (31)$$

$$[NGCCA = 2]: M_ALAV = 0,266 + 0,199TANG + \varepsilon_{ij} \quad (32)$$

$$[NGCCA = 3]: M_ALAV = 0,248 + 0,227TANG + \varepsilon_{ij} \quad (33)$$

Com base nesses resultados, percebe-se que quanto maior o nível do Conselho de Administração das empresas, mais a tangibilidade ajuda as empresas a moverem sua alavancagem a mercado. Nesse sentido, os resultados da pesquisa de Heng et al. (2012), evidenciam que um bom mecanismo de GC, pode reduzir os problemas corporativos por meio do controle eficiente de um conselho, motivando os gestores a atuarem de acordo com o interesse dos acionistas.

O conjunto de equações a seguir, demonstra a relação em que o tamanho afeta a alavancagem a mercado das empresas. Inicialmente na equação 34, na qual tem-se o baixo nível de governança do Conselho de Administração, o tamanho apresenta uma relação positiva de 0,047. Na equação seguinte (35), tem-se a relação no nível intermediário do Conselho de Administração, no qual o tamanho também se demonstra eficaz para as empresas alavancarem-se, indicando que esse, influencia em 0,058. A equação 36, evidencia o nível mais alto do Conselho de Administração, no qual o tamanho apresenta um índice menor de 0,044.

$$[NGCCA = 1]: M_ALAV = -0,725 + 0,047TAM + \varepsilon_{ij} \quad (34)$$

$$[NGCCA = 2]: M_ALAV = -1,011 + 0,058TAM + \varepsilon_{ij} \quad (35)$$

$$[NGCCA = 3]: M_ALAV = -0,694 + 0,044TAM + \varepsilon_{ij} \quad (36)$$

Verifica-se, que na alavancagem a mercado, os resultados são semelhantes com os encontrados na alavancagem contábil. Pois em ambas as alavancagens, o nível intermediário se destaca dos demais. Os achados dessa pesquisa são congruentes com os resultados da pesquisa de Zaid et al. (2020), que afirma que os atributos do conselho podem potencializar o processo de decisão estratégica, indicando que as características do conselho possuem maiores chances de ter uma grande influência na estrutura de capital das empresas.

No conjunto a seguir de equações, são apresentados os resultados com relação da alavancagem a mercado com a variável *market-to-book*, nos três níveis do conselho de administração.

$$[NGCCA = 1]: M_ALAV = 0,272 - 0,001MTB + \varepsilon_{ij} \quad (37)$$

$$[NGCCA = 2]: M_ALAV = 0,279 + 0,008MTB + \varepsilon_{ij} \quad (38)$$

$$[NGCCA = 3]: M_ALAV = 0,270 + 0,008MTB + \varepsilon_{ij} \quad (39)$$

A equação 37, demonstra que na alavancagem contábil no nível baixo do Conselho de Administração, o *market-to-book*, possui relação negativa com a alavancagem das empresas. As duas equações que seguem, a 38 e a 39, indicam que o *market-to-book*, apresenta relação positiva com a alavancagem das empresas na mesma medida, no nível intermediário e no nível mais elevado, respectivamente.

O efeito do conselho de administração nos três níveis analisados na alavancagem a mercado, é um pouco diferente dos achados na alavancagem contábil. Na alavancagem contábil a influência do *market-to-book* aumenta conforme os níveis do conselho de administração aumentam. Já na alavancagem a mercado, inicialmente percebe-se uma relação negativa no nível mais baixo, no nível intermediário e alto a relação é positiva, mas do nível intermediário para o alto não há diferença nos coeficientes, ou seja, a partir do nível intermediário, o nível do conselho já não influencia na alavancagem.

Os resultados da pesquisa de Silva et al. (2011), apoiam os achados dessa pesquisa, pois os autores demonstram que o conselho apresenta resultado significativo para o endividamento total e de longo prazo, evidenciando uma relação negativa. Ou seja, empresas com práticas de GC superiores em seu conselho de administração, apresentam menor endividamento de longo prazo. Já para as dívidas de curto prazo, a relação encontrada pelos autores foi positiva. Nesse



sentido, os autores afirmam, que empresas com boas práticas de GC em relação ao conselho de administração tendem a usar mais dívidas de curto prazo e menos dívidas de longo prazo.

Ao examinar os fatores de GC, Kyriazopoulos (2017), encontra uma relação negativa entre o tamanho do conselho e as medidas de dívida. Já com relação a proporção de conselheiros externos, o autor verifica uma associação positiva com relação aos níveis de endividamento. De acordo com o autor, isso indica que a presença de conselheiros independentes ajuda as empresas a endividarem-se mais por meio da redução da assimetria de informação, da melhoria do status de uma empresa e do reconhecimento e exploração dos recursos disponíveis.

As descobertas de Pham e Nguyen (2019), sugerem que o fato de o CEO possuir mais poder, não o torna menos prudente e ineficiente na tomada de decisões sobre o uso da dívida. Portanto, conforme os autores, a dualidade do CEO não piora a eficácia da decisão do CEO sobre o uso da dívida.

Considerando o exposto, pode-se afirmar que o nível de qualidade do conselho de administração apresenta relação com o nível de alavancagem das empresas. Pois as variáveis tamanho, tangibilidade e *market-to-book* foram significativas. O que confirma a hipótese 1 dessa pesquisa. Apenas duas das variáveis não apresentaram significância, são elas: crescimento e lucratividade.

Para analisar os efeitos da estrutura de propriedade sobre a alavancagem financeira, utilizou-se a regressão com base em modelos lineares hierárquicos, buscando evidenciar as variáveis que exercem influência na alavancagem das empresas, de acordo com o nível da estrutura de propriedade. Da mesma forma que a seção anterior, tem-se como variável dependente B_ALAV (alavancagem contábil) e posteriormente M_ALAV (alavancagem a mercado).

A seguir apresenta-se o conjunto de equações que demonstram a relação entre o tamanho e a alavancagem a mercado considerando os três níveis de estrutura de propriedade.

$$[\text{NGCEP} = 1]: B_ALAV = -0,049 + 0,028TAM + \varepsilon_{ij} \quad (40)$$

$$[\text{NGCEP} = 2]: B_ALAV = -0,090 + 0,030TAM + \varepsilon_{ij} \quad (41)$$

$$[\text{NGCEP} = 3]: B_ALAV = -0,272 + 0,037TAM + \varepsilon_{ij} \quad (42)$$

Por meio das equações apresentadas, pode-se verificar que o tamanho é uma variável que possui relação positiva com a alavancagem contábil das empresas, nos três níveis da estrutura de propriedade. É possível ainda, observar que o tamanho vai influenciando mais com o aumento do nível da estrutura de propriedade, ou seja, começa em 0,028, no nível baixo, passa para 0,030 no nível intermediário e alcança 0,037 no nível mais elevado.

Os coeficientes lineares: -0,049; -0,090, e -0,272 indicam o ponto de corte da função ajustada com o eixo das alavancagens. Percebe-se que os coeficientes angulares (β_1) variam conforme aumenta o nível de estrutura de propriedade, ou seja, conforme aumenta o nível os coeficientes também vão aumentando.

Por meio dos resultados expostos, pode-se afirmar que a variável tamanho, apresenta relação positiva com a alavancagem contábil e que conforme os níveis de estrutura de propriedade aumentam, o tamanho influencia mais na alavancagem das empresas. Esse achado corrobora com os resultados da pesquisa de Boateng et al. (2017), que verificam que a concentração de propriedade possui impacto significativo sobre o índice de endividamento das empresas chinesas.

O conjunto seguinte apresenta, a relação entre a alavancagem contábil nos três níveis de estrutura de propriedade e a relação com a variável *market-to-book*. Pode-se verificar, que o *market-to-book* é uma variável que possui relação positiva com a alavancagem contábil. Nos dois primeiros níveis de estrutura de propriedade (baixo e intermediário), ela possui o mesmo

peso no endividamento, respectivamente de 0,003. Já no nível mais alto, esse número aumenta para 0,016, indicando que quanto maior o nível da estrutura de propriedade, mais forte é a relação do *market-to-book*, com o endividamento das empresas.

$$[\text{NGCEP} = 1]: B_ALAV = 0,569 + 0,003MTB + \varepsilon_{ij} \quad (43)$$

$$[\text{NGCEP} = 2]: B_ALAV = 0,573 + 0,003MTB + \varepsilon_{ij} \quad (44)$$

$$[\text{NGCEP} = 3]: B_ALAV = 0,516 + 0,016MTB + \varepsilon_{ij} \quad (45)$$

Os coeficientes lineares: 0,569; 0,573, e 0,516 indicam o ponto de corte da função ajustada com o eixo das alavancagens. Percebe-se que os coeficientes angulares (β_1) no nível baixo e médio, possuem relação positiva com a alavancagem contábil, mas ambos não variam de um nível para o outro. Já para o nível mais alto de estrutura de propriedade, o coeficiente aumenta, indicando que o *market-to-book*, auxilia as empresas a se alavancarem mais no nível superior. Por meio do exposto, verifica-se que o *market-to-book*, apresenta relação positiva com a alavancagem contábil, e que essa relação fica mais evidenciada conforme o nível de estrutura de propriedade aumenta.

Da mesma forma que no Conselho de Administração são testadas duas variáveis dependentes, para a estrutura de propriedade também são testadas as duas variáveis (B_ALAV e M_ALAV). Dessa maneira, após os testes com a alavancagem contábil, são realizados testes com a alavancagem a mercado, considerando os três níveis de estrutura de propriedade. As equações a seguir demonstram a relação entre tamanho e a alavancagem a mercado nos diferentes níveis de estrutura de propriedade.

De acordo com as equações 46, 47 e 48, o tamanho influencia na alavancagem a mercado, apresentando pequenas variações conforme variam os níveis de estrutura de propriedade. Ou seja, quando se tem um nível baixo da estrutura de propriedade, tem-se uma influência do tamanho de 0,042, enquanto no médio 0,043 e no nível alto de estrutura de propriedade, verifica-se uma influência um pouco maior do que no nível anterior, sendo esse de 0,048.

$$[\text{NGCEP} = 1]: M_ALAV = -0,637 + 0,042TAM + \varepsilon_{ij} \quad (46)$$

$$[\text{NGCEP} = 2]: M_ALAV = -0,666 + 0,043TAM + \varepsilon_{ij} \quad (47)$$

$$[\text{NGCEP} = 3]: M_ALAV = -0,792 + 0,048TAM + \varepsilon_{ij} \quad (48)$$

A partir dos coeficientes lineares: -0,637; -0,666, e 0,792 tem-se o ponto de corte da função ajustada com o eixo das alavancagens. Assim como na alavancagem contábil, percebe-se que os coeficientes angulares (β_1) aumentam conforme o nível de estrutura de propriedade aumenta. Por meio do exposto, pode-se confirmar que o tamanho apresenta relação positiva com a alavancagem a mercado das empresas, e que o nível de estrutura de propriedade oferece suporte para essa relação. Condizente com os achados dessa pesquisa, o estudo de Crisóstomo e Pinheiro (2015), demonstra em seus resultados que a concentração de propriedade apresenta relação positiva com o endividamento de longo prazo.

As equações 49, 50 e 51, evidenciam a relação entre os níveis de estrutura de propriedade, alavancagem a mercado e *market-to-book*. Ambas as equações demonstram uma relação positiva, indicando que o *market-to-book*, influencia a alavancagem a mercado das empresas, com destaque para o nível três, no qual o *market-to-book* apresenta maior colaboração para a alavancagem.

$$[\text{NGCEP} = 1]: B_ALAV = 0,279 + 0,002MTB + \varepsilon_{ij} \quad (49)$$

$$[\text{NGCEP} = 2]: B_ALAV = 0,282 + 0,001MTB + \varepsilon_{ij} \quad (50)$$

$$[\text{NGCEP} = 3]: B_ALAV = 0,240 + 0,014MTB + \varepsilon_{ij} \quad (51)$$

Os coeficientes lineares: 0,279; 0,282, e 0,240 indicam o ponto de corte da função ajustada com o eixo das alavancagens. Merece destaque o nível mais alto da estrutura de propriedade, o qual apresenta o maior coeficiente angular (β_1). Verifica-se que o *market-to-book*, apresenta relação positiva com a alavancagem a mercado, e que a estrutura de propriedade fornece maior influência para essa relação é no nível superior, que apresenta o maior coeficiente de 0,014. Nesse sentido, têm-se os resultados da pesquisa de Paligorova e Xu (2012), indicando que empresas com estrutura de propriedade piramidal usam mais dívidas do que as empresas com estrutura não piramidal. Dessa forma os autores fornecem evidências de que as decisões de financiamento das empresas são afetadas pela sua estrutura de propriedade.

Os resultados encontrados demonstram que o nível de dívida das empresas é influenciado pela estrutura de propriedade da empresa, pois pode-se verificar por meio do exposto anteriormente, que quanto maior o nível da estrutura de propriedade, mais as variáveis, tamanho e *market-to-book* fornecem suporte ao endividamento das empresas.

Condizente com os resultados dessa pesquisa, Kumar (2015) verifica em seus resultados, que a estrutura de propriedade influencia significativamente na estrutura de capital das empresas. No estudo de Butt e Hassan (2009), verifica-se que a propriedade gerencial possui relação negativa com a dívida, ou seja, a concentração de propriedade leva os gerentes a reduzirem os níveis de alavancagem, com relação a propriedade institucional, os autores verificam uma relação positiva com a estrutura de capital, mas insignificante.

O estudo de Sheikh e Wang (2012), encontram relação negativa entre a propriedade gerencial, o índice de dívida total e o índice de dívida de longo prazo. Essa descoberta dos autores, é condizente com a teoria da agência, indicando que o aumento da propriedade gerencial alinha os interesses dos gerentes com os acionistas externos e reduz a função da dívida como mecanismo para reduzir os conflitos de agência.

Considerando o exposto, pode-se afirmar que o nível de qualidade da estrutura de propriedade apresenta relação com o nível de alavancagem das empresas. As evidências dessa pesquisa demonstram os níveis de estrutura de propriedade apresentam efeitos sobre os determinantes da estrutura de capital das empresas. Portanto, a hipótese 2 desse estudo, pode ser aceita, pois os níveis de estrutura de propriedade influenciam a forma das empresas alavancarem-se. Vale ressaltar que, as variáveis crescimento e lucratividade não apresentaram significância, e por isso não foram discutidas.

Após isso, serão apresentados os resultados obtidos na análise do efeito das práticas de GC, nesse caso, do conselho de administração e estrutura de propriedade, na alavancagem financeira das empresas. A seguir apresentam-se as equações que demonstram a relação das variáveis de controle com a alavancagem contábil nos diferentes níveis de GC.

$$[\text{NGCA}\&\text{NGCEP} = 1]: B_ALAV = 0,041 + 0,025TAM + 0,003MTB + \varepsilon_{ij} \quad (52)$$

$$[\text{NGCA}\&\text{NGCEP} = 2]: B_ALAV = -0,831 + 0,061TAM + 0,008MTB + \varepsilon_{ij} \quad (53)$$

$$[\text{NGCA}\&\text{NGCEP} = 3]: B_ALAV = -0,778 + 0,056TAM + 0,022MTB + \varepsilon_{ij} \quad (54)$$

Com base, nas equações apresentadas, verifica-se que conforme o nível de governança aumenta, o tamanho e o *market-to-book* apresentam relação positiva na alavancagem. No nível baixo de GC, o tamanho contribui para o endividamento com um índice de 0,025 e o *market-to-book* com 0,003. No nível intermediário das práticas de governança, a relação dessas variáveis aumenta, o tamanho passa a representar 0,061 e o *market-to-book* 0,008. Já no nível mais alto de governança, o tamanho sofre uma pequena variação e diminui para 0,056 e o *market-to-book* passa a representar 0,022.

Portanto, percebe-se, por meio das variáveis, que os diferentes níveis de governança influenciam no endividamento das empresas, ou seja, quanto maior o nível de GC mais as

variáveis impactam nas dívidas. A seguir, apresenta-se o conjunto de equações demonstrando a relação das variáveis que influenciam na alavancagem a mercado, conforme varia os níveis das práticas de GC.

$$[NGCA\&NGCEP = 1]: M_ALAV = -0,811 + 0,080TANG + 0,050TAM + 0,002MTB + \varepsilon_{ij} \quad (55)$$

$$[NGCA\&NGCEP = 2]: M_ALAV = -0,811 + 0,080TANG + 0,050TAM + 0,009MTB + \varepsilon_{ij} \quad (56)$$

$$[NGCA\&NGCEP = 3]: M_ALAV = -0,917 + 0,080TANG + 0,050TAM + 0,018MTB + \varepsilon_{ij} \quad (57)$$

As equações acima, tem como variável dependente a alavancagem a mercado. Nesse conjunto de equações, percebe-se que a tangibilidade e o tamanho, se mantém estáticas entre os níveis de GC. O *market-to-book*, é a única variável, que varia conforme o nível de GC aumenta. Sendo no nível mais baixo um índice de 0,002, que quando passa para o nível intermediário aumenta para 0,009, e no nível mais alto passa para 0,018.

Os resultados expostos demonstram que o tamanho da empresa é uma variável que interfere no endividamento das empresas nas duas alavancagens. Percebe-se que quando o nível do conselho de administração é intermediário o tamanho influencia mais nas alavancagens analisadas, do que nos outros níveis. A relação positiva entre o tamanho da empresa e a alavancagem, sugere que as empresas maiores devem tomar mais empréstimos devido a sua capacidade de diversificar o risco e aproveitar os incentivos fiscais no pagamento de juros (Sheikh & Wang, 2012).

Além disso, as empresas grandes podem estar inseridas no mercado a mais tempo e por isso são mais conhecidas no mercado de títulos, conforme Drobetz e Wanzenried, (2006), demonstram que o tamanho está positivamente relacionado a alavancagem. E segundo os autores o tamanho da empresa, pode ser considerado uma proxy para uma baixa probabilidade de inadimplência, conforme segue a teoria do trade-off.

Com relação ao *market-to-book*, por meio do exposto, entende-se que quanto maior o nível do conselho de administração, maior é sua influência sobre o endividamento da empresa, em ambas as alavancagens. Drobetz e Wanzenried, (2006), evidenciam que empresas com altos índices de *market-to-book*, possuem propensão a serem menos alavancadas.

Assim como os resultados dessa pesquisa, os achados do estudo de Silveira et al. (2008), também sugerem que o grau de alavancagem financeira é influenciado pelas suas práticas de GC. Sheikh e Wang (2012), afirmam em sua pesquisa, que os atributos de GC, em parte, explicam o comportamento de financiamento das empresas pasquitanesas.

Nesse sentido, Liao et al. (2012), também afirmam que a adoção de boas práticas de GC pode ser o mecanismo que beneficia os acionistas minoritários e majoritários, com o aumento da sua riqueza. Dessa forma, a presença de uma GC adequada tende a levar a empresa a mecanismos de financiamento mais adequados, pois garante que a empresa está em boa posição para obter financiamento externo (Thakolwiroj & Sithipolvanichgul, 2021).

Portanto, através dos resultados aqui encontrados, pode-se afirmar que o mecanismo de GC possui relação com a estrutura de capital das empresas, interferindo na sua forma de financiamento e na velocidade com que se ajustam a sua alavancagem alvo. Nesse sentido, os investidores entendem que empresas com maior nível de qualidade de GC são menos arriscadas, e nesse caso, as chances de recuperar seu capital investido são maiores (Correia et al., 2011).

5 Considerações Finais

Essa pesquisa, investiga os efeitos dos mecanismos de GC, considerando as práticas do conselho de administração e estrutura de propriedade, na alavancagem financeira das empresas listadas na B3, com exceção das empresas do setor financeiro e de utilidade pública. Após a exclusão das empresas por falta de dados ou dados incompletos, a amostra do estudo ficou contida em 163 empresas. Compreendendo o período de 2011 até 2019.



Foram mensuradas duas alavancagens: a alavancagem de mercado e a contábil. Os níveis de GC referentes ao conselho de administração, foram definidos com base em três variáveis: independência do conselho, composição do conselho e dualidade de gestão. Já para a estrutura de propriedade, utilizou-se as variáveis: concentração de propriedade em *free float*, concentração de propriedade em posse dos cinco maiores acionistas e concentração de propriedade em posse de um único acionista. Para a mensuração dos resultados, utilizou-se a análise dos modelos lineares hierárquicos.

Ao analisar os efeitos da estrutura do *Board of directors* sobre a alavancagem financeira das empresas. Por meio dos resultados obtidos, verifica-se que na alavancagem contábil, o tamanho e o *market-to-book*, apresentam relação positiva. Na alavancagem a mercado, o *market-to-book*, apresentou relação negativa apenas no nível baixo do conselho, nos demais apresentou relação positiva, o tamanho apresentou relação positiva em todos os níveis do conselho. E, além dessas duas variáveis, verificou-se também que a tangibilidade apresentou relação positiva.

Portanto, em ambos os casos se percebe que os níveis do conselho exercem influência no endividamento das empresas. Considerando o exposto, pode-se afirmar que o nível de qualidade do conselho de administração apresenta relação com a alavancagem financeira da empresa, o que confirma a primeira hipótese dessa pesquisa.

Ao analisar os efeitos da estrutura de propriedade sobre a alavancagem financeira. Os resultados evidenciam que tanto na alavancagem contábil como para a alavancagem a mercado, as variáveis que apresentam relação positiva são as mesmas, sendo elas: o tamanho e o *market-to-book*. Esses achados sugerem que a estrutura de propriedade das empresas, exercem efeitos sobre o nível de endividamento das empresas. Portanto, a hipótese 2 desse estudo, pode ser aceita, pois os níveis de estrutura de propriedade influenciam a alavancagem financeira.

Ao verificar o efeito da GC, considerando a estrutura do conselho de administração e estrutura de propriedade, os resultados demonstram que na alavancagem contábil o tamanho e o *market-to-book*, apresentam relação positiva. E os coeficientes encontrados, apresentam variação conforme o nível de governança aumenta. Já para a alavancagem a mercado, a tangibilidade, o tamanho e o *market-to-book*, apresentam relação positiva, porém com coeficientes estáticos nos três níveis de GC. O *market-to-book*, por sua vez, apresenta relação positiva e verifica-se um aumento nos valores dos coeficientes conforme os níveis de GC aumentam.

Os resultados produzidos, validam o argumento, de que a GC apresenta efeitos nas decisões da estrutura de capital. Porque os mecanismos da GC, como o conselho de administração e a estrutura de propriedade apresentam implicações sobre os determinantes da estrutura de capital, afetando as decisões acerca do nível de endividamento das empresas e auxiliando-as a buscar melhor desempenho e maximizar seu valor de mercado.

De modo geral, conclui-se que a GC é um mecanismo que interfere nas decisões de financiamento das empresas, e por isso acaba influenciando na velocidade e na forma com que as empresas se movem para a sua alavancagem alvo. Pois a GC busca reduzir a assimetria de informações entre empresa e mercado financeiro, possibilitando mais facilidade de acesso ao financiamento. Visto que a GC transmite maior confiança para os investidores e fornecedores de crédito.

Diante da realização do estudo verifica-se algumas possibilidades de pesquisas que podem ser seguidas. Inicialmente podem ser investigadas as empresas que pertencem ao setor financeiro, essas organizações têm suas particularidades, mas também devem possuir uma alavancagem ideal que pode ser observada mediante as práticas de GC. Outra investigação que poderia ser realizada, seria verificar a influência das práticas de GC na alavancagem financeira

de empresas familiares, pois essas empresas também devem possuir um nível de endividamento ideal, que maximiza o valor da empresa. Além disso, elas devem possuir uma estrutura de GC diferente das demais empresas.

REFERÊNCIAS:

- Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2004). Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. *Journal of accounting and economics*, 37(3), 315-342.
- Boateng, A., Cai, H., Borgia, D., Bi, X. G., & Ngwu, F. N. (2017). The influence of internal corporate governance mechanisms on capital structure decisions of Chinese listed firms. *Review of Accounting and Finance*.
- Bulathsinhalage, S., & Pathirawasam, C. (2017). The effect of corporate governance on firms' capital structure of listed companies in Sri Lanka. *Journal of Competitiveness*, 9(2).
- Butt, S. A., & Hasan, A. (2009). Impact of ownership structure and corporate governance on capital structure of Pakistani listed companies. *International Journal of Business & Management*, 4(2).
- Buvanendra, S., Sridharan, P., & Thiyagarajan, S. (2018). Determinants of speed of adjustment (SOA) toward optimum capital structure: Evidence from listed firms in Sri Lanka. *Journal of Asia-Pacific Business*, 19(2), 46-71.
- Câmara Leal, R. P., & da Silva, A. L. C. (2008). Controle Compartilhado e o Valor das Empresas Brasileira. *RAC-eletrônica*, 2(2).
- Campos, T. L. C. (2006). Estrutura da propriedade e desempenho econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil. *Revista de Administração-RAUSP*, 41(4), 369-380.
- Correia, L. F., Amaral, H. F., & Louvet, P. (2011). Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 22, 45-63.
- Crisóstomo, V. L., & Pinheiro, B. (2015). Estrutura de Capital e Concentração de Propriedade da Empresa Brasileira (Capital Structure and Ownership Concentration of the Brazilian Firm). *Revista de Finanças Aplicadas*, 4.
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of political economy*, 93(6), 1155-1177.
- Drobetz, W., & Wanzenried, G. (2006). What determines the speed of adjustment to the target capital structure?. *Applied Financial Economics*, 16(13), 941-958.
- Drobetz, W., Schilling, D. C., & Schröder, H. (2015). Heterogeneity in the speed of capital structure adjustment across countries and over the business cycle. *European Financial Management*, 21(5), 936-973.
- Durand, D. (1959). The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment: comment. *The American Economic Review*, 49(4), 639-655.
- Fauzi, F., & Locke, S. (2012). Board structure, ownership structure and firm performance: A study of New Zealand listed-firms.
- Favero, L., & Belfiore, P. (2019). *Data science for business and decision making*. Academic Press.
- Feng, Y., Hassan, A., & Elamer, A. A. (2020). Corporate governance, ownership structure and capital structure: evidence from Chinese real estate listed companies. *International Journal of Accounting & Information Management*.
- Fischer, E. O., Heinkel, R., & Zechner, J. (1989). Dynamic capital structure choice: Theory and tests. *The Journal of Finance*, 44(1), 19-40.



- Fonseca, C. V. C., da 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.
- Heng, T. B., Azrbajani, S., & San, O. T. (2012). Board of directors and capital structure: Evidence from leading Malaysian companies. *Asian Social Science*, 8(3), 123-136.
- Hewa Wellalage, N., & Locke, S. (2012). Corporate governance and capital structure decision of Sri Lankan listed firms. *Global Review of Business and Economic Research*, 8(1), 157-169.
- Huang, R., & Ritter, J. R. (2009). Testing theories of capital structure and estimating the speed of adjustment. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 44(2), 237-271.
- Iqbal-Hussain, H., Shamsudin, M., & Jabarullah, N. (2016). Dynamic capital structure and factors influencing the speed of adjustment of UK firms. *Indian Journal of Science and Technology*, 9(42).
- 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 & Finance*, 22(1), 208-221.
- Kumar, J. (2015). Capital structure and corporate governance. *Journal of Entrepreneurship and Organization Management*, 4(3), 1-9.
- Kyriazopoulos, G. (2017). Corporate governance and capital structure in the periods of financial distress. Evidence from Greece. *Investment management and financial innovations*, (14, Nº 1 (contin.)), 254-262.
- Liao, L. K., Mukherjee, T., & Wang, W. (2015). Corporate governance and capital structure dynamics: An empirical study. *Journal of Financial Research*, 38(2), 169-192.
- Liao, Li-Kai. (2012). Two Essays: "Does Corporate Governance Affect the Adjustment Speed towards Target Capital Structure?" and "Do Option Traders on REITs and Non-REITs React Differently to New Information?" (Dissertation). University of New Orleans Theses and Dissertations. Recuperado de <https://scholarworks.uno.edu/td/1458>.
- Macedo, M. A. S., & Corrar, L. J. (2012). Análise comparativa do desempenho contábil-financeiro de empresas com boas práticas de governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade e Controladoria*, 4(1).
- Machado, L. K. C., do Prado, J. W., Vieira, K. C., Antonialli, L. M., & dos Santos, A. C. (2015). A relevância da estrutura de capital no desempenho das firmas: uma análise multivariada das empresas brasileiras de capital aberto. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 9(4).
- Marôco, J. *Análise estatística – com utilização do SPSS*. 7. ed. Lisboa: Report Number, 2014.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297.
- Mukherjee, T., & Wang, W. (2013). Capital structure deviation and speed of adjustment. *Financial Review*, 48(4), 597-615.
- Neto, J. C. D. C. O., de Medeiros, O. R., & de Queiroz, T. B. (2012). Governança corporativa e velocidade de incorporação de informações: lead-lag entre o IGC e o IBrX. *Revista Brasileira de Finanças*, 10(1), 149-172.
- Ngatno, Apriatni, E. P., & Youlianto, A. (2021). Moderating effects of corporate governance mechanism on the relation between capital structure and firm performance. *Cogent Business & Management*, 8(1), 1866822.
- Okimura, R. T., Silveira, A. D. M. D., & Rocha, K. C. (2007). Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. *RAC eletrônica*, 1(1), 119-135.



- Paligorova, T., & Xu, Z. (2012). Complex ownership and capital structure. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 701-716.
- Pham, H. S. T., & Nguyen, D. T. (2019). The effects of corporate governance mechanisms on the financial leverage–profitability relation: Evidence from Vietnam. *Management Research Review*.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.
- Sheikh, N. A., & Wang, Z. (2012). Effects of corporate governance on capital structure: empirical evidence from Pakistan. *Corporate Governance: The international journal of business in society*.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Silveira, A. D. M. D. (2004). Governança corporativa e estrutura de propriedade: Determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil (Tese de Doutorado). Programa de Pós-Graduação em Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, SP, Brasil. Recuperado em <https://repositorio.usp.br/item/001414964>
- Silveira, A. D. M. D., Barros, L. A. B. D. C., & Famá, R. (2008). Atributos corporativos e concentração acionária no Brasil. *Revista de Administração de Empresas*, 48(2), 51-66.
- Silveira, A. D. M. D., Perobelli, F. F. C., & Barros, L. A. B. D. C. (2008). Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, 12, 763-788.
- Soekarno, S., Kitri, M. L., & Utomo, S. (2015). The speed of adjustment to capital structure target before and after financial crisis: Evidence from Indonesian state owned enterprises. *International Journal of Applied Business and Economic Research*, 13(7), 5375-5387.
- Soekarno, S., Kitri, M. L., & Utomo, S. (2016). Capital structure determinants and the speed of adjustment towards capital structure target: evidence from Indonesian state-owned enterprises. *International Journal of Monetary Economics and Finance*, 9(4), 388-400.
- Thakolwiroj, C., & Sithipolvanichgul, J. (2021). Board Characteristics and Capital Structure: Evidence from Thai Listed Companies. *The Journal of Asian Finance, Economics, and Business*, 8(2), 861-872.
- Wang, F., & Xu, Y. (2004). What determines Chinese stock returns?. *Financial Analysts Journal*, 60(6), 65-77.
- Wojewodzki, M., Poon, W. P., & Shen, J. (2018). The role of credit ratings on capital structure and its speed of adjustment: An international study. *The European Journal of Finance*, 24(9), 735-760.
- Zaid, M. A., Wang, M., Abuhijleh, S. T., Issa, A., Saleh, M. W., & Ali, F. (2020). Corporate governance practices and capital structure decisions: the moderating effect of gender diversity. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*.
- Zhou, Q., Tan, K. J. K., Faff, R., & Zhu, Y. (2016). Deviation from target capital structure, cost of equity and speed of adjustment. *Journal of Corporate Finance*, 39, 99-120.