

Como a interação entre governança corporativa e internacionalização afeta a estrutura de capital das empresas do mercado de ações brasileiro

VITOR BORGES TAVARES

INSTITUTO FEDERAL DE EDUCAÇÃO, CIÊNCIA E TECNOLOGIA DO TRIÂNGULO MINEIRO (IFTM)

JOVIANE CALIXTO SILVA SOUZA

INSTITUTO FEDERAL DE EDUCAÇÃO, CIÊNCIA E TECNOLOGIA DO TRIÂNGULO MINEIRO (IFTM)

Agradecimento à órgão de fomento:

À CAPES pelo financiamento desta pesquisa por meio de pagamento de bolsa de iniciação científica, durante o período de um ano, permitindo a dedicação do bolsista à realização deste estudo no período.

Como a interação entre governança corporativa e internacionalização afeta a estrutura de capital das empresas do mercado de ações brasileiro

How the interaction between corporate governance and internationalization affects the capital structure of companies in the brazilian stock market

RESUMO

Uma empresa define sua estrutura de capital e financia seus projetos utilizando capital próprio ou de terceiros. Estudos anteriores indicavam que no mercado de ações brasileiro a governança corporativa e a internacionalização teriam impactos diferentes nas decisões sobre a estrutura de capital. Por isso, este trabalho teve como objetivo analisar como a interação entre governança corporativa e internacionalização afeta a estrutura de capital das empresas do mercado de ações brasileiro. Como amostra, foram utilizados os dados das empresas com ações na B3 (antiga BM&FBOVESPA) no período de 2010 a 2015. Por meio de regressões múltiplas com dados em painel, verificou-se que a interação entre governança corporativa afeta de forma diferente o endividamento de curto e de longo prazo. Quanto maior o produto resultado dessa interação, menor o endividamento de longo prazo, mas maior o de curto prazo. As empresas com alto grau de internacionalização e de governança corporativa possuem menos dívida de longo prazo devido à menor necessidade de utilização da dívida para minimizar a expropriação por parte dos gestores e melhor possibilidade de obter recursos para financiar seus projetos por meio de emissão de novas ações, evitando, assim, custos elevados de agência da dívida. Assim, acredita-se que essas empresas utilizem mais dívidas de curto prazo, especialmente junto a fornecedores, por terem menos dívida de longo prazo.

Palavras-chave: estrutura de capital, internacionalização, governança corporativa

ABSTRACT

A company defines its capital structure and finances its projects using its own or third party capital. Previous studies have indicated that corporate governance and internationalization in the brazilian stock market would have different impacts on capital structure decisions. Therefore, this paper aimed to analyze how the interaction between corporate governance and internationalization affects the capital structure of companies in the brazilian stock market. As a sample, the data of the companies with shares in B3 (formerly BM&FBOVESPA) were used in the period from 2010 to 2015. Through multiple regressions with panel data, it was verified that the interaction between corporate governance affects in a different way the indebtedness of short and long term. The higher the product resulting from this interaction, the lower the long-term debt, but the longer the short-term debt. Companies with a high degree of internationalization and corporate governance have less long-term debt due to less need to use debt to minimize expropriation by managers and better ability to obtain funds to finance their projects through issuance of new shares, thus avoiding high debt agency costs. Thus, it is believed that these companies use more short-term debt, especially with suppliers, because they have less long-term debt.

Keywords: capital structure, internationalization, corporate governance

1 Introdução

Uma empresa define sua estrutura de capital e financia seus projetos utilizando capital próprio ou de terceiros. O capital próprio corresponde aos recursos decorrentes de dispêndios de acionistas, e o de terceiros representa os recursos obtidos por meio de dívidas (BRITO, CORRAR, BASTISTELLA, 2007)

Neste contexto, a adoção de melhores práticas de governança corporativa pode atrair investidores que desejam adquirir ações de empresas com menor probabilidade de expropriação de recursos e assimetria de informação. Assim, melhorando a capacidade de obtenção de recurso próprio por meio de emissão de novas ações, as empresas com boa governança podem tomar melhores decisões na definição da estrutura de capital, não ficando reféns de credores externos, que podem cobrar altas taxas de juros para financiamento dos projetos empresa.

Além disso, boas práticas de governança corporativa, teoricamente, tendem a diminuir a necessidade de utilização da dívida para minimizar os custos de agência. Pois, segundo Jiraporn *et al* (2012), o endividamento funciona como substituto da governança para diminuir a expropriação por parte dos acionistas controladores.

Mas, se por um lado, ter boas práticas de governança corporativa proporciona, em tese, menor nível de endividamento, por outro, a internacionalização de empresas do mercado de ações brasileiro pode representar maior nível de endividamento, pois, de acordo com a hipótese *upstream-downstream*, formulada por Kwok e Reeb (2000), empresas de países menos desenvolvidos, como o Brasil, têm menor custo de capital de terceiros ao se internacionalizarem para países com melhor nível de desenvolvimento.

Estudos realizados sobre a relação entre internacionalização e estrutura de capital têm suportado a hipótese *upstream-downstream*. A relação positiva entre a estabilidade do país de destino e o nível de endividamento das empresas decorre do menor risco de investimento em países mais desenvolvidos.

Desta forma, as empresas internacionalizadas com boa governança corporativa da B3 podem ter o dilema de decidir entre obter recursos por meio de endividamento e emitir novas ações e financiar seus projetos com capital próprio. Elas necessitariam, em tese, de menos dívida para minimizar possível expropriação por parte dos gestores e para financiar seus projetos, mas a atratividade das taxas de financiamento poderia estimular essas empresas a terem maior nível de endividamento.

Ante este contexto, esta pesquisa pretende analisar como a interação entre a governança corporativa e a internacionalização afeta a estrutura de capital das empresas listadas na B3. Objetiva-se, ainda, analisar o impacto uma dessas variáveis separadamente na estrutura de capital, permitindo comparação com estudos anteriores e melhor compreensão do resultado principal do estudo.

Assim, tendo em vista que pesquisas anteriores, no Brasil e em outros países, verificaram de que forma a governança corporativa e internacionalização, separadamente, afetam a estrutura de capital das empresas, este trabalho avança na literatura sobre os temas ao analisar o impacto da interação entre essas variáveis na estrutura de capital. Ademais, considerando que tem havido crescente interesse em governança corporativa (BLACK, CARVALHO, SAMPAIO, 2014) e internacionalização (RIBEIRO, PEREIRA, RIBEIRO, 2017) por parte das empresas do mercado de ações brasileiro, esta pesquisa se torna útil para as empresas e os investidores da B3 ao apresentar evidências da relação entre essas variáveis e a estrutura de capital.

A pesquisa está estruturada em cinco seções. Nesta primeira, tem-se a introdução do trabalho, que segue na segunda seção com a fundamentação teórica, apresentando conceitos e estudos que permitem a compreensão dos temas pesquisados. Na terceira seção são

apresentados os aspectos metodológicos do estudo que permitiram chegar aos resultados da pesquisa, evidenciados e discutidos na quarta seção. Por fim, faz-se, na seção cinco, as considerações finais do estudo.

2 Fundamentação teórica

2.1 Estrutura de capital das empresas do mercado de ações brasileiro

Uma empresa define sua estrutura de capital e financia seus projetos utilizando capital próprio ou de terceiros. O capital próprio corresponde aos recursos decorrentes de dispêndios de acionistas, e o de terceiros representa os recursos obtidos por meio de dívidas (BRITO, CORRAR e BASTISTELLA, 2007)

Nesse contexto, duas das principais teorias sobre o tema foram base para diversos estudos que analisaram a definição da estrutura de capital por parte das empresas, a teoria *Trade-Off* e a teoria *Pecking Order*. De acordo com teoria *Trade-Off*, as empresas tomam decisões referentes à definição de sua estrutura de capital fazendo um contrabalanço entre os custos e os benefícios do endividamento. Os benefícios seriam, por exemplo, deduções fiscais e redução de problemas no fluxo de caixa livre.

Myers (1984) e Myers e Majluf (1984) estabeleceram a teoria *Pecking Order*, segundo a qual há uma hierarquia de preferências de fontes de recursos para financiamento de projetos. De acordo com essa teoria, as empresas utilizam preferencialmente recursos internos no financiamento de seus projetos. Como segunda alternativa, as empresas se endividam com credores externos, e, se ainda for necessário obter mais recursos, fazem isso por meio da emissão de novas ações. Desta forma, a teoria *Pecking Order*, de certa forma, contradiz a teoria *Trade-Off*, pois não considera que haja um nível ótimo de endividamento.

Apesar de não ser a fonte preferencial de recursos, Myers (1984) argumenta que o endividamento tende a representar uma sinalização positiva ao mercado, mostrando que a empresa tem oportunidades de crescimento e que é capaz de financiar seus projetos.

No contexto do mercado de ações brasileiro, Brito, Corrar e Batistella (2007) analisaram os fatores determinantes da estrutura de capital das empresas que atuam no país. Eles verificaram que o risco, o tamanho, a tangibilidade dos ativos e o crescimento da empresa afetam a sua estrutura de capital. Essas variáveis foram relacionadas ao endividamento de curto prazo, de longo prazo e ao endividamento total.

Também analisando a relação com essas três variáveis de endividamento, Albanez e Valle (2009) utilizaram as variáveis (fatores determinantes) testadas por Brito, Corrar e Batistella (2007), mas como controle de modelos que objetivavam verificar a relação entre a assimetria de informação e a estrutura de capital das empresas.

Uma diferença importante entre esses trabalhos reside na amostra. Enquanto Albanez e Valle (2009) utilizaram como amostra apenas as empresas com capital aberto, no período de 1997 a 2007, Brito, Corrar e Batistella (2007) utilizaram como amostra, além de empresas de capital aberto, empresas de capital fechado, entre 1998 e 2002.

O risco, diferentemente do que era esperado por Brito, Corrar e Batistella (2007), teve relação positiva com o endividamento. Eles supunham que as companhias com negócios mais arriscados seriam menos endividadas, uma vez que essas empresas tendem a ter maior probabilidade de insuficiência no fluxo de caixa para arcar com as obrigações junto aos credores. No entanto, os autores argumentam que a relação positiva pode ser decorrente da resistência de acionistas em investir em negócios mais arriscados, restando a essas empresas o financiamento junto a terceiros, ainda que sejam mais caros para elas, devido ao risco do negócio. A relação positiva do risco foi verificada para os três medidores do endividamento.

Entretanto, no trabalho de Albanez e Valle (2009), o risco teve relação negativa com as três variáveis de endividamento, confirmando a relação esperada pelos autores. O menor endividamento das empresas com maior risco se justifica pela maior probabilidade de inadimplência e conseqüente aumento do custo de capital de terceiros (MYERS, 1984).

A diferença entre os resultados pode ser a maior facilidade de obtenção de recurso via emissão de novas ações por parte das empresas de capital aberto. Para essas empresas, com a elevação do custo de capital decorrente do maior risco, tende a ser mais eficiente a emissão e comercialização de novas ações. Assim, as empresas de capital aberto não ficam restritas à captação de recursos de terceiros mais caros, como as de capital fechado.

No estudo de Brito, Corrar e Batistella (2007), o tamanho e o crescimento da empresa também apresentaram relação positiva com o endividamento de longo prazo e total. As empresas maiores, por serem mais diversificadas, estão menos sujeitas à falência, o que proporciona maior capacidade de endividamento. Além disso, os autores ressaltam que no Brasil as grandes empresas têm maior acesso ao crédito de longo prazo, especialmente junto ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Para as empresas em crescimento, os autores supõem que o endividamento seja uma forma de sinalizar ao mercado que as ações da empresa estão subavaliadas, representando um sinal positivo ao mercado. Os resultados tanto para o tamanho quanto para o crescimento da empresa não apresentaram relação estatisticamente significativa com o endividamento de curto prazo.

Albanez e Valle (2009) apoiam a relação positiva entre o tamanho da empresa e o endividamento de longo prazo. Para o endividamento de curto prazo também não houve relação com significância estatística. E, diferentemente, de Brito, Corrar e Batistella (2007), não houve relação com significância estatística para a relação entre tamanho e endividamento total. Para a variável crescimento, não foi encontrada relação com significância estatística com nenhuma das medidas de endividamento, de curto e longo prazo e o total.

De acordo com Brito, Corrar e Batistella (2007), a tangibilidade dos ativos da empresa tem uma relação positiva com o endividamento de longo prazo, mas negativa no curto e no endividamento total. Era esperado que a maior proporção de ativos fixos tivesse relação positiva com as três formas de endividamento. Os autores argumentam que essa relação inesperada se dá pelas particularidades do mercado brasileiro, que, normalmente, possui linhas de crédito de longo prazo direcionadas para investimentos específicos, com a utilização de ativos fixos como garantia. No trabalho de Albanez e Valle (2009), a tangibilidade apresentou relação positiva com o endividamento total, de longo prazo e com o de curto prazo.

Apesar de tanto a teoria *Trade-off* quanto a teoria *Pecking Order* indicarem que a rentabilidade da empresa afeta a sua estrutura de capital, nos trabalhos de Brito, Corrar e Batistella (2007) e Albanez e Valle (2009), essa variável não apresentou relação com significância estatística com os endividamentos de curto prazo, de longo prazo e total.

De acordo com a teoria *Pecking Order*, empresas mais rentáveis teriam maiores condições de gerar recursos internos e utilizá-los no financiamento de seus projetos, necessitando, assim, de menor nível de endividamento. Sob a luz da teoria *Trade-Off*, pode-se esperar que empresas mais rentáveis utilizem mais recursos de terceiros para se beneficiar de deduções fiscais. Além disso, a rentabilidade da empresa poderia diminuir o risco junto a credores externos, que teriam a expectativa da manutenção da rentabilidade por parte da empresa para arcar com suas dívidas.

2.2 Governança corporativa e estrutura de capital

De acordo com Jiraporn *et al* (2012), a governança corporativa é projetada para aliviar os problemas de agência, que, por sua vez, influenciam a estrutura de capital das empresas, por vezes provindo de conflitos de interesses.

Silveira, Perobelli e Barros (2008) analisaram a relação entre governança corporativa e estrutura de capital no mercado de ações brasileiro, e obtiveram como resultado uma relação positiva entre governança e endividamento. Esse trabalho utilizou dados de empresas com ações na B3 (antiga BM&FBOVESPA) nos anos de 2001 e 2002.

De acordo com os autores, a influência positiva da governança no endividamento pode ser explicada por dois fatores: 1) as empresas com boa governança corporativa tenderiam a obter capital de terceiros devido ao fato de os investidores em ações, que não poderiam distinguir corretamente as empresas com boa das com má governança corporativa, aplicarem um desconto no valor de todas as ações, como forma de se precaverem de possível expropriação por parte de gestores e acionistas majoritários, gerando um deságio no valor justo das ações das empresas com boa governança; ou 2) seria possível distinguir algumas empresas com boa governança corporativa, que seriam alvo de investidores externos interessados em aplicar recursos nelas, aumentando, assim, o endividamento.

Entretanto, de forma diferente do trabalho de Silveira, Perobelli e Barros (2008), Jiraporn *et al* (2012) verificaram uma relação negativa entre as práticas de governança corporativa e a alavancagem. O trabalho de Jiraporn *et al* (2012) foi realizado com base no mercado estadunidense no período de 2001 a 2004. Inicialmente, os autores estabeleceram duas hipóteses contrárias para a relação entre governança corporativa e endividamento: 1) hipótese de resultado (relação positiva) – os gerentes tenderiam a evitar restrições decorrentes de empréstimos e financiamentos, por exemplo, evitando a necessidade de pagar juros e ter menor caixa livre à disposição; 2) hipótese de substituição (relação negativa) – a alavancagem funcionaria como um “substituto” da governança corporativa.

Sobre a hipótese de relação positiva, denominada “resultado”, Jiraporn *et al* (2012) afirmam que em empresas com baixa governança corporativa há mais facilidade para os gerentes priorizarem seus objetivos pessoais, mesmo que em detrimento dos interesses dos acionistas. Por isso, nas empresas com baixa governança, os gerentes tenderiam a endividá-las menos para não terem obrigações adicionais de pagamento de juros e não sofrerem limitação no fluxo de caixa livre da empresa. Assim, a estrutura de capital seria um resultado da qualidade da governança corporativa da empresa: mais endividada se ela tem melhor governança e menos endividada se ela tem pior governança.

A outra hipótese, de “substituição”, se baseia na função comum exercida por governança corporativa e endividamento, pois a dívida tem uma função de reduzir os custos de agência, assim como a governança proporciona a mitigação dos problemas de agência. Desta forma, empresas com baixa governança tenderiam a se endividar mais para controlar os custos de agência. Além disso, sob outro ponto de vista, empresas com baixa governança, para diminuir a expropriação por parte de acionistas expropriadores, aumentariam a dívida e, conseqüentemente, a necessidade de pagamento de juros, diminuindo, assim, a quantidade de capital a ser expropriado.

No trabalho de Jiraporn *et al* (2012), a hipótese de substituição não foi rejeitada, pois os autores verificaram que as empresas com boa governança, por terem menores custos de agência, possuem menor necessidade de se alavancar para controlar esses custos, em comparação com as empresas com fraca governança.

Em um estudo mais recente, utilizando dados de 2001 a 2014 de um mercado emergente como o do Brasil, da Tailândia, Detthamrong, Chancharat e Vithessonthi (2017)

não encontraram, de forma geral, relação com significância estatística entre governança corporativa e alavancagem financeira.

Diferentemente dos outros dois trabalhos, Silveira, Perobelli e Barros (2008) e Jiraporn *et al* (2012), nos quais foi determinada uma variável que representava a governança corporativa como um todo, Detthamrong, Chancharat e Vithessonthi (2017) analisaram a relação entre governança corporativa e alavancagem por meio de sub-variáveis de governança, como, por exemplo, tamanho do conselho de administração, concentração de propriedade etc, as quais não apresentaram relação estatisticamente significativa com a alavancagem financeira.

No contexto do mercado brasileiro, espera-se que, diferentemente do que ocorria nos anos de 2000 e 2001, anos base do trabalho de Silveira, Perobelli e Barros (2008), a distinção, por parte dos investidores, das empresas que praticam boa governança das que possuem baixa governança seja realizada mais fácil e corretamente, uma vez que quase metade das empresas da B3 já está inserida nos níveis de governança corporativa definidos, controlados e auditados por ela. Além disso, conforme Tavares e Penedo (2018), 88% das empresas que praticam o grau mais elevado de governança corporativa estão listadas no Novo Mercado, segmento mais alto de governança da B3.

Assim sendo, acredita-se que não ocorra no mercado da B3 o deságio no valor das ações das empresas com boa governança corporativa. Ao contrário, espera-se que a visibilidade proporcionada pelos níveis de governança da Bolsa proporcione às empresas desses níveis, especialmente às do Novo Mercado, melhores possibilidades de obtenção de capital próprio, diminuindo, assim, o nível de endividamento.

Essa argumentação é apoiada por Leal e Saito (2003), que afirmam que há evidências de que a emissão de ADR (*American Depositary Receipt*) diminui o custo de capital próprio das empresas, devido à sinalização ao mercado de menor risco para o investidor, tendo em vista as exigências, por parte do mercado estadunidense, de boas práticas de governança corporativa.

Não obstante, presume-se que no mercado de ações brasileiro as empresas com baixa governança corporativa tendem a aumentar a dívida e, conseqüentemente, diminuir o capital a ser expropriado pelos acionistas controladores, sustentado, assim, a hipótese de substituição proposta por Jiraporn *et al* (2012).

Assim sendo, tem-se a hipótese:

H1 - Há uma relação negativa entre o grau de governança corporativa e o endividamento da empresa

2.3 Internacionalização e estrutura de capital

A internacionalização corresponde a um processo evolutivo de ajustamento das empresas em ambientes fora de seu país de origem, no qual, em decorrência do envolvimento internacional, há um crescimento no conhecimento e compromisso com o mercado, por parte da empresa (CALOF e BEAMISH, 1995; JOHANSON e VAHLNE, 1997). Para Dunning (1996), a internacionalização representa uma alternativa para buscar novos mercados e outras fontes de recursos.

Em uma análise da relação entre custo de capital e internacionalização, Kwok e Reeb (2000) formularam a hipótese *upstream-downstream*. De acordo com essa hipótese, empresas de países com economia menos estável tendem a ter menor custo de capital quando se internacionalizam para países com economia mais estável. De forma contrária, quando empresas de países com economia estável se internacionalizam para países com economia

menos estável, o seu custo de capital é aumentado, o que ocorre em função do risco de investir em países com economias menos estáveis.

Talvez por essa razão, estudos realizados com empresas do mercado de ações dos Estados Unidos, país que há décadas é a principal economia e um dos mercados mais estáveis do mundo, mostram que as empresas multinacionais estadunidenses são menos endividadas do que as nacionais. Dentre esses trabalhos, destacam-se os de Lee e Kwok (1988), Chen *et al* (1997) e Kwok e Reeb (2000).

Por outro lado, estudos realizados com empresas de outros países evidenciaram que as empresas internacionais eram mais endividadas do que as domésticas. Pode-se citar Singh e Nejadmalayeri (2004), Mitto e Zhang (2008), Saito e Hiramoto (2010) e Ribeiro, Pereira e Ribeiro (2017).

Singh e Nejadmalayeri (2004) analisaram a relação entre internacionalização e endividamento das empresas francesas e concluíram que esses fatores estavam direta e positivamente relacionados, ou seja, quanto maior o grau de internacionalização, maior o endividamento das empresas. Esse também foi resultado obtido por Mitto e Zhang (2008), em relação às empresas canadenses.

Em um estudo sobre as empresas brasileiras, Saito e Hiramoto (2010) analisaram os dados, do período de 2004 a 2008, de 131 companhias. Nesse trabalho, apoiando a hipótese *upstream-downstream*, os autores verificaram que as empresas internacionais utilizavam maior dívida de longo prazo em comparação com as domésticas. Entretanto, para a variável que representava o grau de internacionalização elevado ao quadrado, a relação com o endividamento de longo prazo e total foi negativa. Ou seja, pode ser que, a partir de determinado nível de internacionalização, aumentar o nível de envolvimento internacional represente menor endividamento.

No estudo de Ribeiro, Pereira e Ribeiro (2017), os resultados também mostraram que as empresas internacionais do mercado de ações brasileiro são mais endividadas do que as domésticas, o que, segundo eles, confirmaria a hipótese *upstream-downstream*. No entanto, a análise dos fatores macroeconômicos dos países de destino em relação ao endividamento não suportou, completamente, a teoria proposta por Kwok e Reeb (2000).

Ribeiro, Pereira e Ribeiro (2017) analisaram como algumas características dos países de destino da internacionalização das empresas brasileiras afetam a estrutura de capital das empresas. Para isso, definiram três variáveis: 1) o contexto de capitalização propiciado pelo mercado às empresas e à proteção dos direitos legais baseados no princípio da segurança jurídica adotado pelos países; 2) índice de percepção da corrupção detectado nos respectivos países sendo representado pela variável Índice de Percepção de Corrupção-CPI; e 3) fundamentos macroeconômicos do crescimento sendo representado pela variação anual do Produto Interno Bruto-PIB e pela Inflação dos países.

Os resultados desse trabalho mostraram que quanto mais internacionalizada para países com boas condições de obtenção de crédito privado, de bom nível de capitalização de mercado e de formação bruta de capital com um sistema jurídico legal eficiente e seguro, menores serão os endividamentos total e de longo prazo da empresa. Ao contrário, o endividamento de curto prazo será maior.

Além disso, foi evidenciado no trabalho de Ribeiro, Pereira e Ribeiro (2017) que quanto mais efetivo for o combate à corrupção no país de destino, maiores serão os endividamentos total e de longo prazo das empresas. Esse resultado está de acordo com a hipótese *upstream-downstream*, pois o endividamento estaria relacionado negativamente ao risco que o país oferece. Entretanto, em análise por meio de fundamentos macroeconômicos (PIB e inflação), os resultados indicaram que quanto piores esses fundamentos do país de destino, mas dívida de longo prazo a empresa terá.

Assim, apesar de confirmar que as empresas internacionalizadas do mercado de ações brasileiro têm maior nível de endividamento do que as domésticas, os resultados de Ribeiro, Pereira e Ribeiro (2017) da análise detalhada dos países de destinos das empresas internacionalizadas não apoiam completamente a hipótese *upstream-downstream*. Mas, em suma, os autores concluíram que, independentemente do grau de estabilidade do local de destino, as empresas transnacionais do mercado de ações brasileiro são mais endividadas do que as domésticas.

Desta forma, tem-se a hipótese:

H2 - Há uma relação positiva entre o grau de internacionalização e o endividamento da empresa

2.4 Governança corporativa, internacionalização e estrutura de capital

Doukas e Pantzalis (2003) analisaram como o conflito de agência nas empresas internacionais e domésticas afeta a alavancagem. Nessa pesquisa, verificou-se que os custos de agência da dívida impactam negativamente a alavancagem da empresa e que ele é diretamente proporcional ao seu grau internacionalização. Para os autores, os custos de agência da dívida são maiores para empresas multinacionais, o que as levam a buscarem menos financiamentos de dívida de longo prazo, em comparação com as empresas domésticas. O aumento dos custos de agência da dívida decorrente do processo de internacionalização também é percebido nos trabalhos de Lee e Kwok (1988), Chen *et al* (1997) e Kwok e Reeb (2000).

O aumento dos custos de agência seria causado, entre outras coisas, pela maior diversidade geográfica das empresas multinacionais em relação às nacionais, pela diferença nos sistemas legais entre os países e por maior dificuldade na obtenção e troca de informações, o que torna o monitoramento das atividades mais difícil e caro para as empresas internacionais (BURGMAN, 1996; DOUKAS e PANTZALIS, 2003). Assim, empresas com boa governança corporativa, que possuem maiores custos de agência, poderiam ter como desestímulo para a internacionalização o aumento dos custos de agência para realização de negócios transnacionais.

Desta forma, assumindo como verdadeira a hipótese de substituição proposta por Jiraporn *et al* (2012), imagina-se que haja um conflito de forças na interação entre governança corporativa e internacionalização para decisões relacionadas à estrutura de capital. Por um lado, haveria uma relação negativa entre governança corporativa e endividamento, mas, por outro, a internacionalização das empresas do mercado brasileiro permitiria melhores condições de endividamento.

Assim, tendo em vista a expectativa de que as empresas com baixa governança corporativa se endividam mais para diminuir o capital a ser expropriado pelos gestores e de que elas tenham maior custo de capital próprio em relação às com boa governança, e haja vista a estimativa de que as empresas mais internacionalizadas do mercado de ações brasileiro são mais endividadas, são estabelecidas as hipóteses:

H3 - Há uma relação positiva entre a interação da governança corporativa com a internacionalização em relação ao endividamento da empresa

H4 - Há uma relação negativa entre a interação da governança corporativa com a internacionalização em relação ao endividamento da empresa

H5 - Não há relação com significância estatística entre a interação da governança corporativa com a internacionalização em relação ao endividamento da empresa

3 Métodos e dados

Este trabalho teve como amostra as empresas listadas na B3 (ex-BM&FBOVESPA) no período de 2010 a 2015, com exceção das pertencentes aos setores de Finanças e Fundos, totalizando 428 empresas. As variáveis utilizadas no trabalho estão representadas na Tabela 01.

Tabela 1 – Variáveis do estudo

Variável	Fórmula	Referência
Endividamento de curto prazo (ENDCP)	Endividamento de curto prazo/ (passivo + PL de mercado)	(a), (b), (c), (e), (f), (h)
Endividamento de longo prazo (ENDLP)	Endividamento de longo prazo/ (passivo + PL de mercado)	(a), (b), (c), (e), (f), (h)
Endividamento total (ENDTOT)	ENDCP + ENDLP	(a), (b), (c), (e), (f), (h)
Governança corporativa (GOV)	Média aritmética dos 6 indicadores binários de governança corporativa	(i)
Internacionalização (INT)	Logaritmo natural no passivo no exterior	(f), (h)
Interação entre internacionalização e governança corporativa (INGOV)	Grau de governança corporativa x grau de internacionalização	Variável teste
Risco (RISC)	Desvio padrão da rentabilidade nos últimos 05 anos	(b), (c), (e), (h)
Tamanho (TAM)	Logaritmo natural do ativo total	(a), (b), (c), (d), (e), (f), (g), (h)
Tangibilidade (TANG)	Ativo imobilizado/ ativo total	(a), (b), (c), (d), (e), (g), (h)
Crescimento (CRES)	Receita com vendas no ano t/ Receita com vendas no ano t - 1	(a), (b), (d)
Rentabilidade (RENT)	Lucro líquido/ Patrimônio líquido	(a), (b), (e), (h)
Setor (SETOR)	Variável dummy representativa do setor da empresa	(a), (e), (h)

Nota: (a) = Singh e Nejadmalayeri (2004); (b) = Brito, Corrar e Batistella (2007); (c) = Mitto e Zhang (2008); (d) = Silveira, Perobelli e Barros (2008); (e) = Albanez e Valle (2009); (f) = Saito e Hiramoto (2010); (g) = Detthamrong, Chancharat e Vithessonthi (2017); (h) = Ribeiro, Pereira e Ribeiro (2017); (i) = Tavares e Penedo (2018);

As variáveis dependentes deste trabalho representam três tipos de endividamento: endividamento de curto prazo, de longo prazo e endividamento total. A variável de teste deste estudo representa a interação de governança corporativa e internacionalização. Essa variável foi definida pela multiplicação da variável governança corporativa pela variável internacionalização. A governança corporativa foi definida pela média de seis variáveis binárias utilizadas no trabalho de Tavares e Penedo (2018):

- 1- A empresa emite apenas ações ON?;
- 2- As ações preferenciais correspondem a menos de 50% do total de ações?;
- 3- O(s) controlador(es) possui(em) menos de 70% do total de ações ON?;
- 4- O conselho de administração possui, no mínimo, 3 membros?;
- 5- O conselho de administração possui, no mínimo, 5 membros?; e
- 6- O conselho de administração possui mandato unificado de até 2 anos?

Cada variável apresenta valor 1 (para SIM) ou 0 (para não). A partir dessas variáveis, baseadas nos trabalhos de Shleifer e Vishny (1997), Silveira (2006) e Bhagat e Bolton (2008), Tavares e Penedo (2018) classificaram corretamente o nível de governança corporativa de 92,2% das empresas listadas nos segmentos de governança da B3. Ou seja, essas seis variáveis representam bem o grau de governança praticado pelas empresas do mercado de ações brasileiro. Assim como no trabalho de Tavares e Penedo (2018), os dados para construção do índice de governança corporativa foram obtidos na Economatica® (variáveis 1 a 3) e no estatuto social das empresas (variáveis 4 a 6).

Em relação às variáveis de internacionalização, inicialmente, pretendia-se utilizar o grau de internacionalização (DOI), com base nos dados Fundação Dom Cabral-FDC, como no trabalho de Ribeiro, Pereira e Ribeiro (2017). Entretanto, esses dados, calculados por meio da média de três subindicadores (ativo no exterior sobre ativo total, funcionários no exterior sobre total de funcionários e vendas no exterior sobre vendas totais) restringiram significativamente a amostra. Assim, como alternativa, utilizou-se o passivo no exterior como medida de internacionalização, que possibilitou um número três vezes maior de observações do que o DOI da FDC.

Outra alternativa seria utilizar dados de exportação das empresas, como Saito e Hiramoto (2010), mas considerou-se a medida passivo no exterior mais abrangente e coerente com uma análise do nível de internacionalização das empresas, tendo em vista que está relacionado aos fatos de a empresa ter ativos e funcionário no exterior. Ademais, conforme Johanson e Vahlne (1977), no geral, a internacionalização de uma empresa ocorre gradativamente, iniciando-se com baixo envolvimento internacional, por meio de exportações.

Assim, acredita-se que o passivo no exterior contemple, indiretamente, a internacionalização inicial, via exportação, além de estar diretamente relacionado aos outros dois indicadores que formam o DOI, funcionários no exterior e ativos no exterior. No que diz respeito às variáveis de controle, o embasamento para utilização delas consta na Tabela 1, e a relação que possuem com o endividamento foi discutida no item 2.1 desta pesquisa.

Para realizar a análise da relação entre a estrutura de capital das empresas e a interação entre governança corporativa e internacionalização, utilizou-se a técnica de regressão múltipla com dados em painel. Os modelos de regressão desenvolvidos tiveram como estrutura Equação 1. Esse modelo teve modificação na variável dependente, sendo endividamento de curto prazo (ENDCP), endividamento de longo prazo (ENDLP) e endividamento total

(ENDTOT). Devido à multicolinearidade entre as variáveis, foi necessário desenvolver modelos com a internacionalização e a governança corporativa sem a variável que representava a interação das duas (INGOV), conforme Equação 2.

$$ENDV_{it} = \beta_0 + \beta_1 INGOV_{it} + \beta_2 TAM_{it} + \beta_3 RISC_{it} + \beta_4 TANG_{it} + \beta_5 CRES_{it} + \beta_6 RENT_{it} + \beta_7 SETOR_{it} + \beta_8 ANO + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$ENDV_{it} = \beta_0 + \beta_1 INT_{it} + \beta_2 GOV_{it} + \beta_3 TAM_{it} + \beta_4 RISC_{it} + \beta_5 TANG_{it} + \beta_6 CRES_{it} + \beta_7 RENT_{it} + \beta_8 SETOR_{it} + \beta_9 ANO + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Realizou-se o Teste de Breusch Pagan, o Teste de Chow e o Teste de Hausman para definir a melhor técnica para cada modelo de regressão, entre *pooled*, efeitos fixos e efeitos aleatórios. A técnica de cada modelo está indicada nas tabelas de resultados das regressões, bem como o VIF do modelo e o número de observações. Todas as regressões foram rodadas no modo robusto, eliminando problemas de autocorrelação e heteroscedasticidade.

4 Análise e discussão dos resultados

Tabela 2 – Estatística descritiva das variáveis do estudo

Variáveis	Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
ENDCP	2,284	0.2855	0.2035	0.0372	0.7469
ENDLP	2,146	0.4027	0.2595	0.0421	1.0084
ENDTOT	2,287	0.6739	0.3467	0.1457	1.38945
INGOV	460	7.3311	3.6976	0.1751	15.2267
INTER	492	9.5357	2.7237	3.0959	15.1948
GOV	2,145	0.7122	0.2755	0.0000	1.0000
TAM	2,295	6.0947	1.0109	3.8586	7.5231
RISCO	2,336	0.1637	0.1712	0.0278	0.4916
TANG	1,957	0.2704	0.2499	0.0000	0.9949
RENT	2,253	0.0814	0.1669	-0.2341	0.3606
CRESC	1,909	0.0391	0.2030	-0.3269	0.4511

Notas: ENDCP = endividamento de curto prazo da empresa; ENDLP = endividamento de longo prazo da empresa; ENDTOT = endividamento total da empresa; INGOV = multiplicação das variáveis INT e GOV; INT = grau de internacionalização da empresa; GOV = grau de governança corporativa da empresa; TAM = tamanho da empresa; RISCO = risco da empresa; TANG = tangibilidade da empresa; RENT = rentabilidade da empresa; CRESC = crescimento da empresa.

A Tabela 2 mostra que ainda não uma preponderância de internacionalização entre as empresas do mercado de ações brasileiro. Em comparação com outras variáveis, por exemplo, endividamento, tamanho e risco, o número de observações da variável de internacionalização foi menor.

Verifica-se, ainda, que a média para o endividamento de longo prazo é maior do que a do endividamento de longo prazo, indicando que as empresas da B3 se endividam mais via financiamentos de longo prazo. Outros dados depreendidos desta análise são crescimento médio na receita das empresas e utilização média de 27% de ativos fixos em relação ao total de ativos.

A Tabela 3 apresenta os resultados das equações 1 e 2. Assim como no trabalho de Ribeiro, Pereira e Ribeiro (2017), a técnica de efeitos fixos foi a mais adequada para análise

do endividamento de curto prazo e total, e a de efeitos aleatórios a mais indicada para as regressões que tiveram como variável dependente o endividamento de longo prazo.

Tabela 3 – Resultados das regressões das equações 1 e 2

Variável	ENDCP		ENDLP		ENDTOT	
	Coefic.	Coefic.	Coefic.	Coefic.	Coefic.	Coefic.
					-0.0014	
INGOV	0.0104 *		-0.0113 ***			
INT		0.0077		-0.0142 ***		0.0017
GOV		0.1805		-0.0997 *		-0.0499
TAM	0.0149	0.0187	0.0566	0.0698 **	0.1244	0.1166
RISCO	0.2322	0.2317 *	0.1293	0.1381	0.4176 ***	0.4138 ***
TANG	-0.1929 *	-0.1919	0.0888	0.0853	-0.1873	-0.1893
RENT	0.1355	0.1379	-0.0266	-0.0225	0.2405 ***	0.2378 ***
CRESC	-0.0098	-0.0095	-0.0207	-0.0196	-0.0462	-0.0466
CONST	0.1402	-0.0151	0.0019	0.0432	-0.1861	-0.1242
VIF	1.47	1.50	1.47	1.50	1.47	1.50
OBS	446	446	446	446	446	446
MOD	EF	EF	EA	EA	EF	EF

Notas: Coefic. = coeficiente beta ou parâmetro regressor; Significância estatística: * p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01. Variáveis: ENDCP = endividamento de curto prazo da empresa; ENDLP = endividamento de longo prazo da empresa; ENDTOT = endividamento total da empresa; INGOV = multiplicação das variáveis INT e GOV; INT = grau de internacionalização da empresa; GOV = grau de governança corporativa da empresa; TAM = tamanho da empresa; RISCO = risco da empresa; TANG: tangibilidade da empresa; RENT = rentabilidade da empresa; CRESC = crescimento da empresa; CONST = constante do modelo estatístico. VIF = fator de inflação da variância. OBS = número de observações da regressão. Modelos (MOD): EF = efeitos fixos; EA = efeitos aleatórios.

Os resultados desta pesquisa mostraram que a interação entre governança corporativa e internacionalização afeta de forma diferente o endividamento de curto e de longo prazo. Em relação às dívidas de curto prazo, a relação é positiva. Com o endividamento de longo prazo, a relação é negativa.

Divergindo da hipótese H1 deste trabalho e de estudos anteriores realizados sobre o mercado de ações brasileiro, Ribeiro, Pereira e Ribeiro (2017) e Saito e Hiramoto (2010), a internacionalização apresentou relação negativa com o endividamento de longo prazo. E isso está de acordo com Doukas e Pantzalis (2003), pois, para eles, em razão de elevados custos de agência da dívida por parte de multinacionais, elas tendem a utilizar menos dívida de longo prazo.

Alinhando-se à hipótese H2 deste trabalho, a relação entre governança corporativa e o endividamento de longo prazo foi negativa. Acredita-se que boas práticas de governança corporativa sinalizem ao mercado maior transparência e menor risco para o investidor, de modo que empresas que praticam elevado nível de governança corporativa têm a possibilidade de obter mais recursos próprios por meio da emissão de novas ações, diminuindo, assim, a necessidade de endividamento para financiamento de seus projetos.

Além disso, empresas com baixa governança tendem a utilizar mais dívidas como forma de diminuir o capital a ser expropriado pelos acionistas controladores (JIRAPORN *ET AL*, 2012).

Assim, empresas com alto grau de internacionalização e de governança corporativa utilizam menos dívidas de longo prazo, pois podem obter recursos para financiar seus projetos por meio de emissão de novas ações, evitando, assim, custos elevados de agência da dívida.

Desta forma, ao utilizar menos dívida de longo prazo, essas empresas têm maior dívida de curto prazo. Apesar de as variáveis que representavam o grau de internacionalização e o grau de internacionalização, separadamente, não apresentaram significância estatística com o endividamento de curto prazo, os resultados evidenciaram relação positiva da interação entre a internacionalização e a governança corporativa com o endividamento de curto prazo. Ou seja, quanto maior o resultado da multiplicação entre o grau de internacionalização e o grau de governança corporativa, maior o endividamento de curto prazo.

Acredita-se que o maior endividamento de curto prazo das empresas com alto grau de internacionalização e governança corporativa seja decorrente do menor endividamento de longo prazo. Ou seja, por utilizarem menos dívidas de longo prazo, essas empresas contraem mais dívidas de curto prazo, especialmente junto a fornecedores.

Para o endividamento total, os resultados não apresentaram significância estatística. Supõe-se que a contradição entre impacto da internacionalização e da governança corporativa no endividamento de curto prazo e o impacto desses fatores no endividamento de longo prazo faça com que não haja relação entre elas e o endividamento total.

Em relação às variáveis de controle, o tamanho da empresa apresentou relação positiva com o endividamento de longo prazo, em conformidade com Brito, Corrar e Batistella (2007). Para os autores, devido à diversificação, empresas maiores estão menos sujeitas à falência, diminuindo o risco e aumentando a capacidade de endividamento. Além disso, essas empresas têm maior acesso a recursos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDES). Assim como no trabalho de Brito, Corrar e Batistella (2007), o risco apresentou relação positiva com o endividamento de curto prazo e com o total.

A tangibilidade apresentou relação negativa como o endividamento de curto prazo, assim como em Brito, Corrar e Batistella (2007). Esse resultado sugere que empresas com baixa proporção de ativos fixos, por não terem boa capacidade de obter dívidas de longo prazo, em comparação com as que possuem alta tangibilidade, têm mais dívidas de curto prazo. Entretanto, a relação para o endividamento de longo prazo não apresentou relação com significância estatística para a tangibilidade, o que também aconteceu para a relação entre esta variável e o endividamento total.

Diferentemente dos trabalhos dos estudos de Brito, Corrar e Batistella (2007) e Albanez e Valle (2009), nos quais a rentabilidade não apresentou relação com significância estatística com os endividamentos de curto prazo, de longo prazo e total, neste trabalho a variável teve relação positiva com o endividamento total. Acredita-se que empresas mais rentáveis gerem a expectativa de manutenção da rentabilidade e conseqüentemente de pagamento de dívida, diminuindo o risco junto a credores.

Esse resultado contraria a teoria Pecking Order, segundo a qual empresas mais rentáveis teriam maiores condições de gerar recursos internos e utilizá-los no financiamento de seus projetos, necessitando, assim, de menor nível de endividamento. Entretanto, alinha-se à teoria Trade-Off, pois, de acordo com ela, imagina-se que empresas mais rentáveis utilizem mais recursos de terceiros para se beneficiar de deduções fiscais. Os resultados da variável crescimento não apresentaram significância estatística com nenhum tipo de endividamento.

5 Considerações finais

Este trabalho analisou como a interação entre governança corporativa e internacionalização afeta a estrutura de capital das empresas do mercado de ações brasileiro. Para isso, foram utilizados dados das empresas listadas na B3 no período de 2010 a 2015 e desenvolvidos modelos de regressão com dados em painel para obtenção dos resultados.

Esperava-se que a governança corporativa e a internacionalização tivessem relações opostas com o endividamento. Como base na hipótese *upstream-downstream*, imaginava-se que as empresas internacionalizadas da B3 seriam mais endividadas. Em contraste, o maior grau de governança corporativa representaria menor endividamento.

A relação negativa entre governança corporativa e endividamento de longo prazo foi confirmada, mostrando que empresas com alto grau de governança corporativa possuem menor endividamento de longo prazo, devido à melhor possibilidade de obtenção de recurso próprio por meio da emissão de novas ações e à menor necessidade de utilização da dívida como forma de mitigar a expropriação por parte dos gestores.

Entretanto, diferentemente do que se esperava, a internacionalização também apresentou relação negativa com o endividamento de longo prazo, o que pode ser explicado pelos elevados custos de agência da dívida para as multinacionais. Assim, tendo em vista que o custo de agência da dívida é maior para empresas internacionalizadas, elas tendem a ter menos dívidas de longo prazo.

Desta forma, a interação entre as variáveis apresentou relação negativa com o endividamento de longo prazo. Por esse motivo, empresas com alto grau de internacionalização e governança corporativa têm maior endividamento de curto prazo.

Ao fornecer essas evidências, esta pesquisa avança na literatura sobre governança corporativa, internacionalização e estrutura de capital. Além disso, considerando o aumento no interesse das empresas em se internacionalizarem e melhorarem suas práticas de governança corporativa, este trabalho contribui de forma prática para os interessados no mercado de ações brasileiro.

Para estudos futuros, sugere-se que sejam destrinchados o endividamento de curto prazo e total para analisar como governança corporativa e internacionalização se relacionam com os componentes do endividamento, por exemplo, empréstimos com instituições financeiras, fornecedores, créditos de acionistas, debêntures, obrigações tributárias etc.

Referências

ALBANEZ, T.; VALLE, M. R. Impactos da assimetria de informação na estrutura de capital de empresas brasileiras abertas. **Revista Contabilidade & Finanças-USP**, v. 20, n. 51, p. 06-27, 2009.

BHAGAT, S.; BOLTON, B. Corporate governance and firm performance. **Journal of Corporate Finance**, v. 14, n. 3, p. 257-273, 2008.

BLACK, B. S.; CARVALHO, A. G.; SAMPAIO, J. O. The evolution of corporate governance in Brazil. **Emerging Markets Review**, v. 20, p. 176-195, 2014.

BRITO, G. A. S.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 18, n. 43, p. 9-19, 2007.

- BURGMAN, T. A. An empirical examination of multinational corporate capital structure. **Journal of International Business Studies**, v. 27, n. 3, p. 553-570, 1996.
- CALOF, J. L.; BEAMISH, P. W. Adapting to foreign markets: Explaining internationalization. **International Business Review**, v. 4, n. 2, p. 115-131, 1995.
- CHEN, C. J. P.; CHENG, C. S. A; HE, J.; KIM, J. An investigation of the relationship between international activities and capital structure. **Journal of International Business Studies**, v. 28, n. 3, p. 563-577, 1997.
- CHI, L. Do transparency and disclosure predict firm performance? Evidence from the Taiwan market. **Expert Systems with Applications**, v. 36, n. 8, p. 11198-11203, 2009.
- DETTAMRONG, U.; CHANCHARAT, N.; VITHESSONTHI, C. Corporate governance, capital structure and firm performance: Evidence from Thailand. **Research in International Business and Finance**, v. 42, p. 689-709, 2017
- DOUKAS, J. A.; PANTZALIS, C. Geographic diversification and agency costs of debt of multinational firms. **Journal of Corporate Finance**, v. 9, n. 1, p. 59-92, 2003.
- DUNNING, J. H. **The geographical sources of the competitiveness of firms: some results of a new survey**. University of Reading, Department of Economics, 1996.
- JIRAPORN, P.; KIM, J.; KIM, Y. S.; KITSABUNNARAT, P. Capital structure and corporate governance quality: Evidence from the Institutional Shareholder Services (ISS). **International Review of Economics & Finance**, v. 22, n. 1, p. 208-221, 2012.
- JOHANSON, J.; VAHLNE, J. The internationalization process of the firm - a model of knowledge development and increasing foreign market commitments. **Journal of International Business Studies**, v. 8, n. 1, p. 23-32, 1977.
- KWOK, C. C.; REEB, D. M. Internationalization and firm risk: An upstream-downstream hypothesis. **Journal of International Business Studies**, v. 31, n. 4, p. 611-629, 2000.
- LEAL, R. P. C.; SAITO, R. Finanças corporativas no Brasil. **RAE eletrônica**, v. 2, n. 2, p. 1-15, 2003.
- LEE, K. C.; KWOK, C. CY. Multinational corporations vs. domestic corporations: International environmental factors and determinants of capital structure. **Journal of International Business Studies**, v. 19, n. 2, p. 195-217, 1988.
- MITTOO, U. R.; ZHANG, Z. The capital structure of multinational corporations: Canadian versus US evidence. **Journal of Corporate Finance**, v. 14, n. 5, p. 706-720, 2008.
- MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, v. 13, n. 2, p. 187-221, 1984.
- MYERS, S. C. The capital structure puzzle. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 574-592, 1984.

RIBEIRO, R. B.; PEREIRA, V. S.; RIBEIRO, K. C. S. Capital Structure, Internationalization and Countries of Destination of Brazilian Companies: An Analysis of the Upstream-Downstream Hypothesis. **BBR. Brazilian Business Review**, v. 14, n. 6, p. 575-591, 2017.

SAITO, R.; HIRAMOTO, E. Foreign activity effects and capital structure: Brazilian evidence. Academia. **Revista Latinoamericana de Administración**, n. 45, p. 59-75, 2010.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997

SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2006. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

SILVEIRA, A. M.; F. PEROBELLI, F. F. C.; BARROS, A., B, C. Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. **RAC-Revista de Administração Contemporânea**, v. 12, n. 3, 2008.

SINGH, M.; NEJADMALAYERI, A. Internationalization, capital structure, and cost of capital: evidence from French corporations. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 14, n. 2, p. 153-169, 2004.

TAVARES, V. B.; PENEDO, A. S. T. Níveis de governança corporativa da B3: interesse e desempenho das empresas - uma análise por meio de redes neurais artificiais. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 21, n. 1, p. 40-62, 2018.