

Controle acionário, governança corporativa e financiamento por dívida das empresas brasileiras

ISAC DE FREITAS BRANDÃO

INSTITUTO FEDERAL DE EDUCAÇÃO, CIÊNCIA E TECNOLOGIA DO CEARÁ (IFCE)

VICENTE LIMA CRISÓSTOMO

UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ (UFC)

CONTROLE ACIONÁRIO, GOVERNANÇA CORPORATIVA E FINANCIAMENTO POR DÍVIDA DAS EMPRESAS BRASILEIRAS

1 INTRODUÇÃO

Uma das principais decisões financeiras de uma empresa diz respeito à decisão sobre a forma de financiamento (Brealey, Myers, & Allen, 2013). Algumas teorias foram desenvolvidas no intuito de compreender as decisões de financiamento empresarial, como a irrelevância das fontes de financiamento, Trade-off, Pecking Order e Market Timing (Franz & Goyal, 2008).

Além das teorias que tratam especificamente das decisões de financiamento, outras teorias mais abrangentes podem ajudar a compreender as decisões de financiamento empresarial, dentre as quais se destaca a Teoria da Agência, proposta por Jensen e Meckling, (1976). Segundo esta teoria, a separação entre propriedade e gestão nas grandes corporações provoca conflitos de interesse entre gestor (agente) e acionista (principal), denominados de conflitos de agência, que geram os custos de agência que prejudicam o desempenho financeiro e depreciam o valor da empresa (Jensen & Meckling, 1976).

Embora tenham sua origem na estrutura de propriedade, os conflitos de agência também podem afetar a estrutura de capital das empresas. Jensen e Meckling (1976) apontam para a possibilidade de a empresa, através de decisões de investimento e financiamento, transferir o risco dos acionistas para os credores. Tais problemas estão associados a assimetria informacional, riscos de incentivos dos agentes e oportunidades de crescimento futuras (Barnea, Haugen & Senbet, 1980). Os custos de agência da dívida, também arcados em última instância pelos proprietários da empresa, englobam garantias contratuais, custos de falência, monitoração por parte dos credores e custos de liquidez (Jensen & Meckling, 1976).

Os conflitos e custos de agência podem influenciar o financiamento por meio de dívida do ponto de vista de investidores externos e de acionistas controladores. Por um lado, os custos de agência podem afetar a percepção de financiadores externos à empresa, afetando o custo de capital da dívida e a disponibilidade de recursos (Claessens & Yurtoglu, 2013). Por outro lado, a presença de acionistas controladores pode contribuir para a preferência por financiamento por dívida devido ao receio de ameaça ao controle em caso de emissão de novas ações (Céspedes, González, & Molina, 2010; Crisóstomo, Pinheiro, & Nakamura, 2020; Ganguli, 2013). Para reduzir conflitos de agência e facilitar o acesso ao mercado de crédito, a empresa ainda pode fortalecer seu sistema interno de governança corporativa (Claessens & Yurtoglu, 2013).

A presente pesquisa analisa o financiamento externo das empresas brasileiras sob a perspectiva da Teoria da Agência, investigando o efeito do controle acionário e da governança corporativa sobre o acesso a financiamento por dívida. Historicamente, a maior parte do financiamento externo das empresas brasileiras ocorre por meio de dívida (Rossetti & Andrade, 2012). Com relação à estrutura de propriedade, embora predominem empresas com um único acionista controlador, tem crescido o número de empresas com controle compartilhado e sem acionista controlador (Crisóstomo & Brandão, 2019). O ambiente institucional de fraca proteção de investidores, por sua vez, reforça a importância de as empresas aprimorarem seu sistema interno de governança corporativa (Porta, Lopez-De-Silanes, & Shleifer, 1999). Este contexto torna mais relevante o estudo das implicações dos conflitos de agência para o acesso ao mercado de crédito pelas empresas brasileiras. Ademais, a literatura anterior apresenta resultados divergentes acerca da relação entre estrutura de propriedade, governança corporativa e financiamento por dívida no mercado brasileiro (Brandão, 2022; Pinheiro, Vasconcelos, Luca, & Crisóstomo, 2017; Ribeiro, Atamanczuk, Gerigk, & Biscaia, 2021; Ribeiro & Souza, 2022).

Foram analisadas informações de 168 empresas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) no período 2011-2019. A estrutura de propriedade foi abordada a partir do tipo de controle acionário, classificado em majoritário, disperso e compartilhado (Crisóstomo, Prudêncio, & Brandão, 2022). A governança corporativa foi mensurada através de um índice de adoção de

práticas 42 recomendadas para empresas brasileiras (Brandão & Crisóstomo, 2015). A captação de recursos no mercado de crédito foi medida pelas entradas de caixa decorrentes de financiamento por captação de dívida (Kayhan & Titman, 2007). As relações do financiamento por dívida com a governança corporativa e o controle acionário foram investigadas por meio de testes de diferença de média e análise de regressão.

O trabalho contribui para o entendimento das relações entre decisões de financiamento da empresa brasileira e sua estrutura de propriedade e sistema de governança corporativa. Os resultados mostram que o controle acionário, como um atributo da estrutura de propriedade, é determinante para o tipo e magnitude dos conflitos de agência, e pode influenciar as decisões de financiamento empresarial e a relação entre adoção de práticas de governança corporativa e acesso a financiamento por meio de dívida. Teoricamente, estes resultados robustecem a Teoria da Agência como um caminho para a compreensão das decisões de financiamento empresarial. Metodologicamente, o trabalho diferencia-se de estudos anteriores por utilizar medidas mais acuradas de governança corporativa e captação de dívida, além de abordar a estrutura de propriedade a partir do tipo de controle acionário da empresa. Na prática, as evidências encontradas reiteram a importância de se fortalecer o sistema interno de governança das empresas brasileiras como forma de facilitar o acesso ao mercado de crédito, considerando as características de sua estrutura de propriedade, em especial o tipo de controle acionário.

2 REFERENCIAL TEÓRICO E HIPÓTESES DE PESQUISA

2.1 Controle acionário e financiamento por dívida

No mercado de capitais brasileiro, embora predominem empresas controladas por um único acionista (majoritário), tem se observado crescimento do número de empresas controladas por grupos de acionistas (controle compartilhado) e empresas sem acionista controlador (controle disperso) (Crisóstomo & Brandão, 2019). Estes diferentes tipos de controle acionário podem afetar a natureza e a magnitude dos conflitos de agência predominantes na empresa (Crisóstomo et al., 2022), podendo ter reflexo nas decisões de financiamento externo das empresas.

Quando nenhum acionista, isoladamente ou por meio de acordo de acionistas, detém direitos de voto que lhe concedam o controle corporativo tem-se o controle disperso, que aproxima a estrutura de propriedade da empresa com o capital pulverizado identificado por (Berle & Means, 1932). Nesta configuração societária, o conflito de agência predominante é do tipo principal-agente, entre acionistas dispersos e gestores (Jensen & Meckling, 1976).

Nas empresas com controle acionário definido (majoritário e compartilhado) o principal problema de agência decorre de conflitos entre acionistas controladores e minoritários – conflitos sob o modelo de agência principal-principal (Young, Peng, Ahlstrom, Bruton, & Jiang, 2008). Nestas empresas pode haver diferença nos conflitos de agência entre empresas com controle majoritário e controle compartilhado. A presença de um acionista majoritário exacerba os conflitos entre este e os acionistas minoritários, pois nestas empresas há mais alta possibilidade de uso de benefícios privados de controle (Dyck & Zingales, 2004; Young et al., 2008) e não se exclui a possibilidade de conflitos com gestores (Lei, Lin, & Wei, 2013). Por outro lado, o controle compartilhado tende a tornar as empresas menos propensas à expropriação, uma vez que os interesses do grupo de controle podem ser diversos (Soares & Kloeckner, 2008). A necessidade de negociação coletiva entre os acionistas participantes do bloco de controle, nesse sentido, reduz a possibilidade de decisões que levem à expropriação da riqueza de minoritários (Gomes & Novaes, 2005).

As diferenças nos conflitos de agência existentes entre empresas com controle disperso e com controle definido (majoritário ou compartilhado) podem influenciar as decisões sobre as fontes de financiamento externo e o montante de recursos captados por meio de dívida. A pesquisa empírica no Brasil tem encontrado evidência de relação positiva (Crisóstomo &

Pinheiro, 2015; Ribeiro et al., 2021), negativa (Procianoy & Schnorrenberger, 2004; Soares & Kloeckner, 2008) e nula (Araújo, Confessor, Santos, Oliveira, & Prazeres, 2017; Hausmann, Vogt, Hein, & Hein, 2021) para relação entre indicadores do nível de endividamento e de concentração de propriedade.

Considerando a Teoria da Agência, base teórica deste estudo, há distintos argumentos que sugerem que empresas com acionista controlador são mais propensas a buscar financiamento por meio de dívida: evitar diluição do controle (Céspedes et al., 2010, Crisóstomo & Pinheiro, 2015); usar a dívida para fins de expropriação, através de *tunneling* (Paligorova & Xu, 2012); alto custo de capital próprio decorrente do risco de expropriação por parte do controlador (Crisóstomo & Pinheiro; 2015, Crisóstomo et al., 2020); e sinalização de atenuação dos conflitos de agência pela redução do fluxo de caixa livre (Soares & Kloeckner, 2008).

Com base nestes argumentos, propõe-se a hipótese de que o financiamento por dívida é maior em empresas com controle definido, em especial majoritário, em que os conflitos de agência são mais acentuados. Empresas com controle compartilhado, embora tenham menor magnitude em seus conflitos de agência, também estariam mais propensas ao financiamento por dívida, principalmente para evitar maior diluição da concentração acionária. Empresas com controle disperso, por outro lado, teriam menor dependência do financiamento por dívida, dada sua menor restrição ao financiamento por emissão de ações.

Hipótese 1A: O controle majoritário está positivamente relacionado ao financiamento por dívida.

Hipótese 1B: O controle compartilhado está positivamente relacionado ao financiamento por dívida.

Hipótese 1C: O controle disperso está negativamente relacionado com ao financiamento por dívida.

2.2 Governança corporativa e financiamento por dívida

A governança corporativa é um sistema que engloba um conjunto de mecanismos que visam minimizar os conflitos de agência e, assim, assegurar o adequado retorno dos investidores externos (Shleifer & Vishny, 1997). Os benefícios da governança corporativa a nível de empresa, decorrentes da redução dos conflitos de agência, podem incluir o aumento do acesso a financiamento externo (Claessens & Yurtoglu, 2013). Isto porque a qualidade superior da governança corporativa da empresa é proposta como capaz de reduzir os custos de agência e a probabilidade de expropriação de investidores, o que tende a tornar os investidores mais confiantes nas relações com a empresa e, assim, melhorar a capacidade de captação de financiamento da empresa (Claessens & Yurtoglu, 2013; Mande, Park, & Son, 2012).

No Brasil, o ambiente institucional de fraca proteção legal e baixo *enforcement* eleva a possibilidade de expropriação de financiadores externos (Porta et al., 1999). Esta situação torna mais importante a adoção de práticas de governança corporativa por parte da empresa, visando redução de conflitos e custos de agência e de assimetria informacional, e, conseqüentemente, sinalizar ao mercado mais segurança nas transações com ela (Claessens & Yurtoglu, 2013; Porta et al., 1999).

Silveira, Perobelli e Barros (2008) argumentam que em países onde o mercado de capitais é pouco desenvolvido, como o Brasil, investidores no mercado de ações subavaliam empresas com melhor estrutura de governança corporativa, restando a estas empresas buscar outras fontes de financiamento, como a dívida, o que induziria relação positiva entre endividamento e governança corporativa. Estudos empíricos realizados no Brasil, entretanto, têm encontrado resultados divergentes quanto à relação entre endividamento e qualidade da governança corporativa, apresentando relação positiva (Fonseca, Silveira, & Hiratuka, 2016; Pinheiro et al.,

2017), negativa (Costa, Viana, Domingos, & Ponte, 2019; Junqueira, Soares, Bressan, & Bertucci, 2017; Ribeiro et al., 2021) e nula (Ribeiro & Souza, 2022; Vieira, Velasquez, Losekann, & Ceretta, 2011).

Dentro do arcabouço da Teoria da Agência, a governança corporativa é proposta como capaz de facilitar o acesso a dívida ao transmitir mais confiança ao mercado de crédito e, assim, vislumbrar-se a possibilidade de redução do custo de capital de terceiros e elevação da maturidade da dívida. A melhor qualidade da governança corporativa da empresa é preconizada como capaz de reduzir custos de monitoramento e risco de inadimplência, reduzindo o custo de capital de terceiros (Aldamen & Duncan, 2012; Zhu, 2014). A maturidade da dívida é tratada na literatura como um mecanismo de monitoramento por parte dos credores, sendo utilizadas dívidas de curto prazo para empresas em que os custos de agência da dívida são maiores (Barnea et al., 1980). Deste modo, melhor qualidade da governança corporativa, ao reduzir os custos de agência, tende a facilitar o acesso a dívida de longo prazo (Silva, Kayo, & Lima, 2017) bem como aumenta o poder de barganha da empresa perante bancos, assegurando menor custo de capital e maiores volumes de recursos (Carvalho, 2002). Esta argumentação motiva a proposição da segunda hipótese de pesquisa:

Hipótese 2: O nível de adoção de práticas de governança corporativa está positivamente relacionado ao financiamento por dívida

2.3 Controle acionário, governança corporativa e financiamento por dívida

Embora seja esperado que a melhor estrutura de governança corporativa facilite o acesso a financiamento por dívida, segundo a abordagem contingencial da governança corporativa a eficácia dos mecanismos de governança corporativa depende do ambiente organizacional da empresa (Aguilera, Filatotchev, Gospel, & Jackson, 2008; Dedman & Filatotchev, 2008). Bebchuk e Hamdani (2009) argumentam que a eficácia de muitos mecanismos de governança corporativa depende da estrutura de propriedade da empresa. Por consequência, o tipo de controle acionário pode funcionar como fator contingencial à adoção de práticas de governança corporativa pela empresa (Aguilera, Desender, & Castro, 2012; Aguilera et al., 2008).

A eficácia da governança corporativa em facilitar o acesso a financiamento por dívida pode ser afetada pelo tipo de controle acionário da empresa. Embora não haja literatura que investigue diretamente o efeito do tipo de controle acionário sobre a relação entre governança corporativa e financiamento por dívida, estudos anteriores indicam que os custos de agência da dívida em empresas brasileiras com acionista controlador podem ser mitigados pela melhor estrutura de governança da empresa, em especial nas empresas em que há elevada concentração de direitos de voto (Martins, Schiehl, & Terra, 2017) e excesso de direito de voto dos controladores (Fonseca & Silveira, 2016). Por outro lado, a reputação do acionista controlador no mercado de crédito pode favorecer o endividamento (Crisóstomo & Pinheiro, 2015), servindo como substituto a outras práticas de governança corporativa.

Considerando a construção das hipóteses 1 e 2, este trabalho testa a hipótese de que a relação positiva entre governança corporativa e endividamento é mais forte nas empresas com controle majoritário, por dois motivos principais. Em primeiro lugar, estas empresas tendem a ter conflitos de agência mais severos, o que torna a adoção de mecanismos de governança corporativa mais importantes (Renders & Gaeremynck, 2012). Em segundo lugar, a aversão de acionistas majoritários ao financiamento por emissão de ações pode levar suas empresas terem uma estrutura de governança corporativa mais voltada a mitigar conflitos com credores, o que tornaria mais fácil o acesso à dívida.

Hipótese 3A: O controle majoritário modera positivamente a relação entre governança corporativa e financiamento por dívida

Espera-se também que a relação entre governança corporativa e financiamento por dívida seja potencializada em empresas com controle compartilhado, uma vez que o grupo de controle também deve buscar o mercado de crédito como principal forma de financiamento para não perder sua posição acionária. Entretanto, esta relação tende a ser menor do que empresas com controle majoritário, uma vez que o controle compartilhado é visto como um mecanismo de controle que pode substituir outros mecanismos de governança corporativa (Carvalho, 2012; Silva, Lana, & Marcon, 2018).

Hipótese 3B: O controle compartilhado modera positivamente a relação entre governança corporativa e financiamento por dívida

Finalmente, em um mercado em que predominam empresas com controle definido e conflitos de agência entre acionistas (Crisóstomo & Brandão, 2019), a dispersão do capital pode ser vista como um mecanismo de redução de conflitos de agência (Marques, Guimarães, & Peixoto, 2015), o que tornaria a adoção de outras práticas de governança corporativa menos eficaz nas empresas sem acionista controlador. Ademais, por não depender tanto da dívida como fonte de financiamento externo, empresas com capital disperso podem implementar práticas de governança corporativa mais voltadas para mitigar conflitos entre acionistas e gestores, menos relevantes para o mercado de crédito.

Hipótese 3C: O controle disperso modera negativamente a relação entre governança corporativa e financiamento por dívida

3 METODOLOGIA

3.1 Amostra

A amostra é composta por empresas não financeiras listadas na B3 cujas ações apresentam índices de liquidez em bolsa mínimo (0,1), para que se tenha dados relativos ao valor da empresa como também empresas com mais visibilidade no mercado. Empresas financeiras foram excluídas por apresentar estrutura de demonstrações financeiras diferente das demais empresas e por obter acesso a dívida como parte de suas atividades operacionais.

A amostra final é composta por um painel desbalanceado de 1433 observações anuais de 168 empresas no período 2011-2019. Optou-se por este período pela uniformidade dos dados contábeis, após a convergência às normas internacionais de contabilidade, e pela obrigatoriedade da elaboração e divulgação do formulário de referência a partir de 2010, relatório-base para a extração dos dados sobre controle acionário e adoção de práticas de governança corporativa.

3.2 Modelos empíricos e procedimentos estatísticos

Para analisar o efeito do tipo de controle acionário (hipótese 1) e do nível de adoção de práticas de governança corporativa (hipótese 2) e sobre o financiamento por dívida foram processadas estimações segundo o modelo apresentado na equação (1), em que: *FINDIV* é o financiamento obtido por meio de dívida pela empresa *i* no período *t*; *PROP* são variáveis binárias indicativas do tipo de controle acionário da empresa *i* no período *t*; *GOV* é um índice que aproxima a qualidade da governança corporativa da empresa *i* no período *t*; *CONTR* são variáveis de controle associadas à empresa *i* no período *t*; e ε é o termo de erro.

$$FINDIV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PROP_{i,t} + \beta_2 GOV_{i,t} + \beta_3 \sum CONTR_{i,t} + \varepsilon \quad (1)$$

Para verificar se o tipo de controle acionário modera a relação entre o nível de adoção de práticas de governança corporativa e o financiamento empresarial (Hipótese 3) analisa-se o

efeito da interação das variáveis de tipo de controle acionário e governança corporativa (PROP*GOV) sobre o financiamento por dívida (FINDIV), conforme a equação (2).

$$FINDIV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PROP_{i,t} + \beta_2 GOV_{i,t} + \beta_3 [PROP * GOV]_{i,t} + \beta_4 \sum CONTR_{i,t} + \varepsilon \quad (2)$$

As estimações foram processadas por meio de análise de regressão com utilização da modelagem de mínimos quadrados ordinários com erros padrão robustos, para corrigir problemas de heterocedasticidade dos resíduos. Optou-se por não utilizar a modelagem de efeitos fixos devido ao fato de que as variáveis explicativas de interesse (tipo de controle acionário e nível de adoção de práticas de governança corporativa) apresentarem baixa variação temporal, o que torna imprecisos os estimadores de efeitos fixos (Wooldridge, 2002). Para reduzir problemas de variáveis omitidas as estimações foram controladas por efeitos fixos de setor e ano. Possíveis problemas com *outliers* das variáveis financeiras e de mercado foram mitigados através da *winsorização* ao nível de 1% no percentil superior e inferior da amostra em cada variável. Testes de correlação e do fator de inflação da variância (VIF) indicaram ausência de problemas de multicolinearidade ou colinearidade, em todas as estimações.

3.3 Mensuração das variáveis

Os dados foram coletados de documentos institucionais disponíveis no website da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e da base de dados Economática®. Para mensurar o financiamento obtido pelas empresas utilizou-se informações sobre os fluxos de caixa das atividades de financiamento da demonstração dos fluxos de caixa (DFC), coletados da base de dados Economática®. Foi adotada abordagem do fluxo de caixa por conter menos ruídos do que a abordagem do balanço (Kayhan e Titman, 2007): a DFC indica o montante, em reais, que a empresa recebeu por meio de financiamento por dívida; a abordagem do balanço utiliza a variação anual do endividamento oneroso, não considerando os efeitos de encargos financeiros e de pagamentos que ocorrem ao longo do ano. Neste sentido, o acesso a financiamento por dívida (FINDIV) foi mensurado pelo fluxo de caixa da empresa decorrente de captações de empréstimos e financiamentos no período t, relativizado pelo ativo total em t-1.

O controle acionário (PROP) foi caracterizado por meio de análise de conteúdo da identidade do acionista controlador último disponível na primeira versão do formulário de referência publicado pela empresa em cada ano, conforme metodologia de Crisóstomo e Brandão (2019) e Crisóstomo et al. (2022). De acordo com informações disponibilizadas no formulário de referência, foram identificados os acionistas controladores (últimos) da empresa. Após esta identificação, o controle acionário foi categorizado em três tipos: controle majoritário (MAJ), quando há um único acionista último, ou os acionistas últimos pertencem à mesma família ou ao mesmo grupo econômico; controle compartilhado (COMP), quando há mais de um acionista último, e estes não pertencem ao mesmo grupo econômico ou à mesma família, e celebraram acordo de acionistas que disciplina o direito de voto em assembleias gerais; e controle disperso (DISP), quando não há acionista último indicado pela empresa e não há acionistas individuais ou acordos que detenham mais de 50% do capital votante da empresa.

A qualidade da governança corporativa das empresas (GOV) foi avaliada por meio de um checklist com 42 práticas recomendadas nos códigos de boa governança para empresas brasileiras e extraídas de documentos públicos, disponíveis no website da CVM: formulário de referência, demonstrações financeiras padronizadas, estatuto social e documentos institucionais das empresas. Foi considerada nesta análise a primeira versão do formulário de referência publicado em cada ano (até 31 de maio) e a data de publicação das demonstrações financeiras padronizadas e documentos institucionais. A escolha por dados do início do ano deveu-se ao objetivo de verificar o efeito da governança corporativa no início do ano sobre o montante de recursos captados por dívida ao longo do ano. A elaboração de um índice governança

corporativa avança na avaliação de práticas recomendadas nos códigos de boa governança para empresas brasileiras adotando proposta recentemente utilizada no Brasil (Brandão & Crisóstomo, 2015; Brandão & Crisóstomo, 2019).

Para cada prática de governança corporativa foi atribuída uma pontuação para cada empresa/ano, que varia entre zero e um, representativa do nível de adoção da empresa. A qualidade do sistema interno de governança corporativa de cada empresa/ano foi mensurada por meio de um índice de adoção das práticas de governança corporativa, obtido pela média aritmética simples dos pontos obtidos por cada empresa/ano nas práticas analisadas. Na Tabela 1 são apresentadas as práticas de governança corporativa que compõe o checklist, bem como o score médio obtido na amostra.

Tabela 1: Checklist de práticas de governança corporativa analisadas

Item analisado	Prática	Score médio
Direitos das ações	Ações ordinárias	0,857
	Direitos de voto	0,879
	<i>Tag along</i>	0,828
Circulação de ações	<i>Free float</i> total	0,468
	Excesso de direitos de voto	0,842
Incentivo à participação de acionistas em assembleias gerais	Prazo de convocação para assembleia geral ordinária	0,337
	Discussão da pauta da assembleia geral ordinária	0,259
Estrutura do conselho de administração	Tamanho do conselho de administração	0,569
	Comitê de auditoria do conselho de administração	0,114
	Comitê de remuneração do conselho de administração	0,797
	Outros comitês do conselho de administração	0,489
	Suplência do conselho de administração	0,470
Composição do conselho de administração	Membros externos do conselho de administração	0,455
	Membros independentes do conselho de administração	0,722
	Membros indicados por minoritários do conselho de administração	0,898
	Dualidade do presidente do conselho de administração	0,308
Órgãos de fiscalização e controle	Instalação do conselho fiscal	0,911
	Indicação por minoritários e preferencialistas para o conselho fiscal	0,478
	Reputação da empresa de auditoria independente (<i>big four</i>)	0,897
	Serviço da empresa de auditoria independente	0,545
	Tempo de contrato da empresa de auditoria independente	0,626
Práticas do Conselho de Administração	Mandato do conselho de administração	0,611
	Remuneração variável do conselho de administração	0,800
	Remuneração baseada em ações do conselho de administração	0,671
	Avaliação do conselho de administração	0,428
	Participação feminina no conselho de administração	0,122
Práticas da diretoria executiva	Mandato da diretoria executiva	0,469
	Remuneração variável da diretoria executiva	0,840
	Remuneração baseada em ações da diretoria executiva	0,671
	Avaliação da diretoria executiva	0,945
	Participação feminina na diretoria executiva	0,139
Conduta e conflitos de interesse	Política de gestão de riscos	0,928
	Código de conduta	0,745
	Política de negociação de valores mobiliários	0,868
	Política de divulgação	0,967
	Política de transações com partes relacionadas	0,908
	Adoção à câmara de arbitragem da B ³	0,776
Divulgação de informações	Divulgação de projeções	0,350
	Divulgação de relatório de sustentabilidade	0,554
	Divulgação de medições não contábeis	0,933
	Tipo de parecer da auditoria independente	0,969
	Pontualidade da divulgação de informações obrigatórias	0,992

Em todas as estimações foram inseridas variáveis de controle que a literatura tem sugerido como outros possíveis determinantes do financiamento empresarial: Q de Tobin (Q), aproximado pela razão entre o *enterprise value* e o ativo total da empresa *i* no período *t-1*; retorno sobre ativos (ROA), calculado pela razão entre o EBITDA e o ativo total da empresa *i* no período *t-1*; tamanho (TAM), operacionalizado pelo logaritmo natural do ativo total da empresa *i* no período *t-1*. Optou-se por valores defasados para reduzir problemas de simultaneidade e pelo objetivo de verificar se estes indicadores financeiros e de mercado no final de um ano afetam o montante de recursos captados por dívida ao longo do ano seguinte. Além destas variáveis, o financiamento por emissão de ações (FINAC) foi utilizado como variável de controle no intuito de verificar se existe relacionamento entre as fontes de financiamento externo. De forma semelhante ao financiamento por dívida, o financiamento por emissão de ações (FINAC) foi mensurado pelo fluxo de caixa da empresa decorrente de venda e emissão de ações no período *t*, relativizado pelo ativo total em *t-1*. Todas as variáveis de controle foram mensuradas a partir de dados extraídos do Economática®.

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

4.1 Estatística descritiva

Na Tabela 2 é apresentada a estatística descritiva das variáveis métricas do estudo. Confirmando tendência histórica, na empresa brasileira predomina o financiamento por dívida (Rossetti & Andrade, 2012): os fluxos de caixa decorrentes de financiamento por dívida (FINDIV) correspondem a aproximadamente 12,7% de seus ativos, valor onze vezes superior aos fluxos de caixa decorrentes de emissão de ações para aumento de capital social (FINAC). Observa-se também que o financiamento por emissão de ações apresenta alta variabilidade, três vezes maior do que o financiamento por dívida. O índice de adoção de práticas de governança corporativa (GOV) médio, por sua vez, é de 64,5%, apresentando baixa variabilidade.

Tabela 2: Estatística descritiva das variáveis métricas

Variáveis	Média	Desvio padrão	Coefficiente de variação	Mínimo	Máximo
FINDIV	0,127	0,124	0,973	0,000	0,492
FINAC	0,011	0,034	3,137	0,000	0,164
GOV	0,645	0,091	0,141	0,282	0,873
Q	1,093	0,817	0,747	0,151	3,892
ROA	0,068	0,085	1,244	-0,189	0,248
TAM	15,482	1,408	0,091	12,745	18,514

Variáveis métricas: financiamento por dívida (FINDIV), financiamento por emissão de ações (FINAC), governança corporativa (GOV), Q de Tobin (Q), retorno sobre ativos (ROA) e tamanho (TAM).

Na Tabela 3 é feita uma análise comparativa das variáveis métricas de acordo com o tipo de controle acionário. Empresas com controle majoritário predominam no mercado de capitais brasileiro, correspondendo a 55,34% da amostra, corroborando os estudos de Crisóstomo e Brandão (2019) e Crisóstomo et al. (2022). Por outro lado, o controle compartilhado é a realidade em 24,49%, e o controle disperso (sem controlador definido) ainda é a configuração em menor proporção, estando presente em 20,17% das empresas analisadas.

Os resultados dos testes de diferença de média apresentados na Tabela 3 indicam que o financiamento por dívida não é estatisticamente diferente entre empresas com controle disperso e compartilhado, mas para ambos os grupos de empresas o financiamento por dívida é inferior ao de empresas com controle majoritário. Quanto ao financiamento por ações, verifica-se que empresas com controle disperso aportam maior quantidade de recursos por meio desta forma de financiamento, em especial quando comparado com empresas com controle majoritário. Estes resultados sugerem que a dívida é mais utilizada por empresas com um único acionista controlador, enquanto à emissão de ações é preferida por empresas sem controle definido.

Tabela 3: Governança corporativa e variáveis financeiras por tipo e controle acionário

Variáveis métricas	Tipo de controle acionário				Teste de diferença de média (t)		
	DISP	COMP	MAJ	TOTAL	DISP x COMP	DISP x MAJ	COMP x MAJ
FINDIV	0,116	0,121	0,134	0,127	-0,431	-2,115 **	-1,678 *
FINAC	0,016	0,012	0,009	0,011	1,437	2,484 **	0,993
GOV	0,713	0,645	0,620	0,645	10,811 ***	15,998 ***	5,144 ***
Q	1,174	1,293	0,975	1,093	-1,666 *	3,407 ***	5,803 ***
ROA	0,048	0,086	0,067	0,068	-5,296 ***	-2,947 ***	3,784 ***
TAM	15,058	15,629	15,572	15,482	-5,282 ***	-5,303 ***	0,656
Empresas	47	63	111	168			
Observações	289	351	793	1433			

Variáveis métricas: financiamento por dívida (FINDIV), financiamento por emissão de ações (FINAC), governança corporativa (GOV), Q de Tobin (Q), retorno sobre ativos (ROA) e tamanho (TAM). **Tipo de controle acionário:** disperso (DISP), compartilhado (COMP) e majoritário (MAJ).

Entre as demais variáveis, na Tabela 3, observa-se que empresas com controle majoritário apresentam menor nível de adoção de práticas de governança corporativa e menor valor de mercado (Q de Tobin), o que é um indício de que nestas empresas os conflitos de agência podem ser mais acentuados. Por outro lado, empresas com controle compartilhado, embora tenham menor aderência às práticas de governança do que em empresas com controle disperso, apresentam maior rentabilidade e valor, o que sugere que os conflitos de agência nestas empresas são menores. Ademais, empresas com controle disperso são menores e apresentam qualidade da governança corporativa superior às demais empresas amostradas.

4.2 Análise de regressão

Na Tabela 4 são apresentados os resultados das estimações em que se investigou o efeito do controle acionário e da governança corporativa sobre o financiamento por dívida. Nas três primeiras estimações são testadas as relações diretas entre controle acionário, governança corporativa e financiamento por dívida. Os resultados apontam para existência de relação direta entre tipo de controle acionário e financiamento por dívida. Observa-se que o controle majoritário está positivamente relacionado ao financiamento por dívida (estimação 1), enquanto o controle disperso apresenta relação positiva (estimação 3). O índice que mensura a qualidade da governança corporativa também apresentou relação positiva e direta com o financiamento por dívida nas três estimações.

Nas três últimas estimações apresentadas na Tabela 4 é testado o efeito moderador do tipo de controle acionário sobre a relação entre governança corporativa e financiamento por dívida. A análise dos coeficientes das variáveis interativas revela que a relação positiva entre governança corporativa e financiamento por dívida é mais forte nas empresas com controle compartilhado (estimação 5). Nas empresas com controle disperso, por outro lado, os resultados apontam para uma relação mais fraca (estimação 6). O efeito moderador do tipo de controle acionário sobre a relação entre governança corporativa e financiamento por dívida pode ser também observado pelo acréscimo do poder explicativo (R^2) do modelo ao incluir as variáveis interativas quando analisado o controle compartilhado (estimação 2 x estimação 5) e o controle disperso (estimação 3 x estimação 6).

Quanto às variáveis de controle, os resultados sugerem empresas que buscam mais a dívida também buscam se capitalizar por emissão de ações, sendo observada relação positiva entre financiamento por dívida (FINDIV) e por emissão de ações (FINAC). Por outro lado, observa-se que empresas com maior valor de mercado (Q de Tobin) recorrem menos ao financiamento por dívida. Não foram encontradas evidências de relação do financiamento por dívida com a rentabilidade e o tamanho da empresa.

Tabela 4: Controle acionário, governança corporativa e financiamento por dívida

Variáveis explicativas	Variável dependente: Financiamento por dívida (FINDIV)					
	1	2	3	4	5	6
MAJ	0,014** (0,007)			0,009 (0,047)		
COMP		-0,003 (0,007)			-0,183*** (0,061)	
DISP			-0,019** (0,009)			0,114* (0,065)
GOV	0,120*** (0,039)	0,096*** (0,038)	0,135*** (0,041)	0,116** (0,057)	0,059 (0,040)	0,175*** (0,045)
MAJ*GOV				0,008 (0,072)		
COMP*GOV					0,279*** (0,093)	
DISP*GOV						-0,192** (0,092)
FINAC	0,193* (0,091)	0,186* (0,091)	0,193* (0,091)	0,192* (0,091)	0,188* (0,091)	0,177 (0,091)
Q	-0,018*** (0,005)	-0,019*** (0,005)	-0,019*** (0,005)	-0,018*** (0,005)	-0,019*** (0,005)	-0,019*** (0,005)
ROA	0,073 (0,045)	0,079 (0,045)	0,066 (0,045)	0,073 (0,045)	0,075 (0,045)	0,070 (0,045)
TAM	-0,004 (0,003)	-0,004 (0,003)	-0,005* (0,003)	-0,004* (0,003)	-0,004 (0,003)	-0,005 (0,003)
INTERCEPTO	0,116*** (0,043)	0,133*** (0,042)	0,135*** (0,042)	0,119** (0,052)	0,163*** (0,043)	0,105** (0,045)
R ²	0,195	0,192	0,195	0,195	0,197	0,197
F	13,18***	13,35***	13,23***	12,80***	12,89***	13,94***

Modelagem: Mínimos quadrados ordinários com erros robustos e controle de efeitos fixos de setor e ano.

Amostra: 1433 observações de 168 empresas listadas na B³ no período de 2010 a 2019.

Variável dependente: financiamento por dívida (FINDIV). **Variáveis independentes de interesse:** controle majoritário (MAJ), controle compartilhado (COMP), controle disperso (DISP), governança corporativa (GOV) e suas interações (MAJ*GOV, COMP*GOV e DISP*GOV). **Variáveis de controle:** financiamento por emissão de ações (FINAC), Q de Tobin (Q), retorno sobre ativos (ROA) e tamanho (TAM).

Significância estatística: 10% (*), 5% (**) e 1% (***).

4.3 Discussão dos resultados

A Teoria da Agência aborda os conflitos de interesses entre *insiders* e financiadores externos da empresa. Tais conflitos nascem das diferentes configurações da estrutura de propriedade da empresa (Jensen & Meckling, 1976) e podem ser mitigados pela adoção de práticas de governança corporativa (Dey, 2008). À luz da Teoria da Agência, o objetivo deste trabalho foi investigar o efeito do controle acionário e da governança corporativa sobre o acesso a financiamento por dívida nas empresas brasileiras de capital aberto.

Os resultados apoiam a primeira hipótese de pesquisa, de que o tipo de controle acionário está relacionado com as decisões de financiamento empresarial das empresas brasileiras no mercado de crédito. Testes de diferença de média indicam que empresas com um acionista controlador (majoritário) captam maior volume de recursos por meio de dívida, enquanto empresas com controle disperso estão associadas à maior captação de recursos por meio da emissão de ações. A análise de regressão, por sua vez, indicou que o financiamento por dívida está positivamente relacionado à presença de controle acionário majoritário e negativamente relacionado à ausência de controle acionário definido (disperso). Estas evidências indicam que o financiamento por dívida é maior nas empresas com controle majoritário e menor nas empresas com controle disperso, conforme preconizado nas hipóteses 1A e 1C, respectivamente. Por outro lado, os resultados não amparam a hipótese de que o controle compartilhado esteja relacionado ao maior financiamento por dívida (Hipótese 1B).

Dentro do arcabouço da Teoria da Agência, estes achados podem ser justificados pela aversão de acionistas controladores à diluição do controle, em especial quando há um único acionista controlador, seja para evitar a redução de seu poder sobre a gestão da empresa, seja pelo alto custo do capital próprio devido ao maior risco de conflitos de agência (Céspedes et al., 2010; Crisóstomo & Pinheiro, 2015; Crisóstomo et al., 2020). Por outro lado, empresas com controle disperso, por não terem controle definido, parecem buscar maior volume de recursos junto ao mercado de ações, o que explicaria a menor dependência do mercado de crédito. Os achados também sugerem que há uma correlação positiva entre concentração acionária e endividamento, apoiando os estudos de Crisóstomo e Pinheiro (2015) e Ribeiro et al., (2021).

O nível de adoção de práticas de governança corporativa mostrou-se positivamente relacionado com o financiamento por dívida, indo ao encontro da segunda hipótese de pesquisa. Argumentou-se que a melhor estrutura de governança da empresa, ao reduzir os conflitos de agência, reduziria o custo de capital da dívida, contribuindo para a captação de maior volume de recursos no mercado de crédito (Aldamen & Duncan, 2012; Zhu, 2014). Diante de uma literatura que apresenta resultados inconclusivos, esta pesquisa suporta os achados de Fonseca et al. (2016) e Pinheiro et al. (2017), que encontraram associação positiva entre qualidade da governança corporativa e nível de endividamento das empresas brasileiras.

Corroborando a terceira hipótese de pesquisa, a eficácia da governança corporativa em aumentar o acesso ao financiamento por dívida é afetada pelo tipo de controle acionário da empresa (Aguilera et al., 2012, Aguilera et al., 2008). Conforme argumentado nas hipóteses 3B e 3C, observou-se na análise regressão que a relação entre governança corporativa e financiamento por dívida é moderada de forma positiva e negativa, respectivamente, pelo controle compartilhado e pelo controle disperso. Entretanto, diferentemente do que foi argumentado na hipótese 3A, a relação positiva entre adoção de práticas de governança corporativa e financiamento por dívida não é maior nas empresas com controle majoritário.

Os indícios de conflitos de agência mais acentuados pressupõem um papel mais relevante da adoção de práticas de governança corporativa nas empresas com controle majoritário (Renders & Gaeremynck, 2012). Entretanto, esta relevância não foi verificada no que tange ao acesso à dívida. A reputação dos grandes acionistas e o poder disciplinador do mercado de crédito podem ajudar a explicar estes resultados. Por um lado, o fato de grandes acionistas preferirem a dívida como fonte de financiamento de suas empresas lhes dá incentivo para preservar sua reputação no mercado de crédito, para que possam usufruir continuamente do menor custo da dívida (Crisóstomo & Pinheiro, 2015). Por outro lado, os maiores índices de endividamento podem gerar um efeito substituição em empresas com controle majoritário: maiores esforços de monitoramento por parte dos credores podem estar reduzindo a relevância de mecanismos internos de governança corporativa (Junqueira et al., 2017; Nascimento, Angotti, Macedo, & Bortolon, 2018).

A adoção de práticas de governança corporativa parece ser mais benéfica para o acesso a financiamento por dívida em empresas com controle compartilhado. Este grupo de empresas, pela análise descritiva, apresentam maior valor de mercado e rentabilidade, o que apoia a literatura que sugere que nessas empresas os conflitos de agência menos severos do que em empresas com controle majoritário (Gomes & Novaes, 2005; Soares & Kloeckner, 2008). No mercado de crédito brasileiro, entretanto, credores podem ver o acordo de acionistas como um potencial instrumento de expropriação, facilitando o usufruto de benefícios privados de controle para um pequeno grupo de acionistas (Gelman, Castro, & Seidler, 2015; López-Iturriaga & Santana-Martín, 2015). Como estes grupos de acionistas controladores não têm a reputação dos grandes acionistas de empresas com controle majoritário, a adoção de práticas de governança corporativa em empresas com controle compartilhado deve ser mais necessária para mitigar riscos de expropriação de credores, contribuindo para o acesso a maior volume de financiamento por dívida.

Em empresas com controle disperso observou-se maior nível de adoção de práticas de governança corporativa. Por outro lado, a eficácia desta adoção em permitir que a empresa acesse maior volume de recursos por meio de dívida é menor do que nas empresas com controle definido. Um dos fatores que podem explicar estes resultados é a menor dependência de empresas com controle disperso da dívida como fonte de financiamento. Neste sentido, os esforços por uma melhor estrutura de governança nestas empresas estariam voltados para mitigar problemas entre acionistas e gestores (Bebchuk & Hamdani, 2009). Outro ponto a destacar é a percepção dos investidores no mercado de crédito acerca da estrutura de propriedade dispersa. Em um mercado de capitais caracterizado por empresas com elevado índice de concentração acionária e desvio de direitos de voto em relação a fluxos de caixa (Crisóstomo & Brandão, 2019), a dispersão da propriedade pode ser vista como indicativo de menores conflitos e custos de agência (Marques et al., 2015), tornando menos necessária a adoção de outras práticas de governança.

Foram processadas estimações adicionais utilizando como variável dependente o percentual de recursos captados por dívida em relação ao montante total de entradas de caixa decorrentes de atividades de financiamento (dívida + emissão de ações). Os resultados, não reportados por questão de espaço, permaneceram os mesmos para a relação direta entre controle acionário e financiamento por dívida e para a relação entre governança corporativa e financiamento por dívida moderada pelo tipo de controle acionário, indicando que o tipo de controle acionário pode estar influenciando na escolha da fonte de financiamento das empresas analisadas. Entretanto, a relação direta entre governança corporativa e financiamento por dívida deixou de ser significativa, sugerindo que a governança corporativa, embora contribua para maior acesso a dívida, não afeta a escolha entre as fontes de financiamento externo.

5 CONCLUSÃO

O trabalho traz contribuições teóricas, metodológicas e organizacionais. No campo teórico, aprofunda-se a análise das decisões de financiamento empresarial à luz da Teoria da Agência, discutindo-se não apenas a relação direta entre o acesso a financiamento por dívida com o controle acionário e a governança corporativa, mas como o controle acionário, atributo da estrutura de propriedade, pode ajudar na compreensão do papel da governança corporativa em reduzir conflitos de agência em captar maior volume de recursos junto ao mercado de crédito. Os achados do trabalho sugerem que a Teoria da Agência pode ajudar na compreensão do financiamento por dívida das empresas brasileiras. A presença de acionista majoritário contribui para um maior volume de recursos captados por meio do mercado de crédito, enquanto a ausência de acionista controlador torna a empresa menos dependente desta forma de financiamento. A qualidade do sistema de governança da empresa contribui para o acesso à dívida, em especial nas empresas com controle compartilhado. Por outro lado, nas empresas com controle disperso a relevância da governança corporativa é menor.

Metodologicamente, o controle acionário foi categorizado de acordo com o tipo e a magnitude dos conflitos de agência, classificação não abordada em pesquisas anteriores que tratam do financiamento empresarial. A governança corporativa foi analisada a partir de um índice amplo de práticas recomendadas para empresas brasileiras. O financiamento por dívida, por sua vez, foi investigado a partir dos recursos financeiros captados pela empresa, uma abordagem que apresenta menos ruídos do que a abordagem do balanço que normalmente é utilizada nas pesquisas realizadas no Brasil.

Na prática, os resultados confirmaram o argumento de que, mesmo entre as empresas de capital aberto, a principal fonte de financiamento externo das empresas brasileiras é a dívida, em especial quando há um único acionista controlador, e de que a qualidade do sistema de governança corporativa dessas empresas pode facilitar o acesso ao mercado de crédito. O desenvolvimento do mercado de capitais, como fonte alternativa de financiamento, passa pela

análise dos motivos que levam proprietários de grandes empresas com capital fechado e controle definido a reduzirem suas participações acionárias. Maiores estímulos à abertura de capital e um ambiente legal de maior proteção aos investidores em ações são exemplos de medidas que podem reduzir a dependência das empresas brasileiras do financiamento por dívida. Ademais, o aperfeiçoamento do sistema interno de governança corporativa das empresas pode ser um meio para facilitar o acesso ao mercado de crédito, considerando as características de sua estrutura de propriedade, em especial o tipo de controle acionário.

Outros dois resultados do trabalho devem ser destacados e carecem de maior investigação empírica. Em primeiro lugar, ainda se conhece pouco sobre as implicações do controle compartilhado para a governança corporativa e as decisões de financiamento. A evidência empírica anterior tem apontado que este tipo de controle pode estar servindo como um mecanismo de governança corporativa. Entretanto, os resultados deste trabalho, embora revelem que empresas com controle compartilhado estão associadas a maior rentabilidade e valor de mercado, indicam que a governança corporativa é mais relevante para o acesso ao mercado de dívida dessas empresas quando comparadas com outros tipos de controle acionário.

Em segundo lugar, o efeito moderador negativo do controle disperso sobre a relação entre governança corporativa e financiamento por dívida levanta questionamento da eficácia das práticas de governança corporativa analisadas nesta configuração acionária. O principal conflito de agência nas empresas com controle disperso é do tipo agente-principal, entre gestores e acionistas. Em um mercado caracterizado por empresas com controle definido, as práticas de governança recomendadas pelos códigos de boa governança podem não se aplicar a empresas com controle disperso. Com o crescente número de empresas sem controle acionário definido no mercado brasileiro, faz-se necessária a investigação e proposição de práticas de governança corporativa mais adequadas para esta realidade.

Destaca-se também que este trabalho analisou o montante de recursos captados por dívida, sem abordar outras características da estrutura de capital relevantes para as decisões de financiamento. Pesquisas futuras podem investigar o efeito do controle acionário e da governança corporativa sobre a maturidade e o custo da dívida, que também podem ser afetados pelos conflitos de agência. Embora contemple um conjunto abrangente de práticas, a análise da governança corporativa por meio de um índice também limita os resultados desta pesquisa. Sugere-se, portanto, que estudos futuros investiguem isoladamente mecanismos internos de governança corporativa (como política de remuneração gerencial, estrutura e composição do conselho de administração, e direito dos acionistas minoritários), a fim de identificar quais destes mecanismos são relevantes para o acesso das empresas brasileiras ao mercado de crédito.

REFERÊNCIAS

- Aguilera, R. V., Desender, K. A., & Castro, L. R. K. (2012). A bundle perspective to comparative corporate governance. In: Clarke, T., & Branson, D. (Eds.) *SAGE Handbook of Corporate Governance*. London: Sage Publications, 379-405. <http://dx.doi.org/10.4135/9781446200995.n18>
- Aguilera, R. V., Filatotchev, I., Gospel, H., & Jackson, G. (2008). An organizational approach to comparative corporate governance: costs, contingencies, and complementarities. *Organization Science*, 19(3), 475-492. <http://dx.doi.org/10.1287/orsc.1070.0322>
- Aldamen, H., & Duncan, K. (2012). Does adopting good corporate governance impact the cost of intermediated and non-intermediated debt? *Accounting & Finance*, 52, 49-76. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2011.00439.x>
- Araújo, J. G., Confessor, K. L. A., Santos, J. F., Oliveira, M. R. G., & Prazeres, R. V. (2017). A estrutura de capital e a governança: análise dos conselhos administração e estrutura de propriedade nas empresas listadas no IBRX-100. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 7(2), 121-140. <https://doi.org/10.18028/rgfc.v7i2.2943>

- Barnea, A., Haugen, R. A., & Senbet, L. W. (1980). A rationale for debt maturity structure and call provisions in the agency theoretic framework. *The Journal of Finance*, 35(5), 1223-1234. <https://doi.org/10.2307/2327095>
- Bebchuk, L. A., & Hamdani, A. (2009). The elusive quest for global governance standards. *University of Pennsylvania Law Review*, 157(5), 1263-1317. <https://www.jstor.org/stable/40380267>
- Berle, A., & Means, G. (1932). *The modern corporation and private property*. New York: Macmillan.
- Brandão, I. F. (2022). Análise da literatura empírica sobre estrutura de propriedade no mercado de capitais brasileiro. *Revista de Contabilidade e Controladoria*, 14(1), 27-50. <http://dx.doi.org/10.5380/rcc.v14i1.80646>
- Brandão, I. F., & Crisóstomo, V. L. (2015). Concentração de propriedade e qualidade da governança da empresa brasileira. *Revista Brasileira de Finanças*, 13(3), 438-469. <http://dx.doi.org/10.12660/rbfin.v13n3.2015.45739>
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2013). *Princípios de finanças corporativas*. São Paulo: McGraw-Hill Interamericana.
- Carvalho, A. (2012). Do shareholder agreements affect market valuation? Evidence from Brazilian listed firms. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 919-933. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.04.003>
- Carvalho, A. G. (2002). Governança corporativa no Brasil em perspectiva. *Revista de Administração – RAUSP*, 37(3). <http://www.spell.org.br/documentos/ver/16656/governanca-corporativa-no-brasil-em-perspectiva/i/pt-br>
- Céspedes, J., González, M., & Molina, C. A. (2010). Ownership and capital structure in Latin America. *Journal of Business Research*, 63(3), 248-254. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbusres.2009.03.010>
- Claessens, S., & Yurtoglu, B. B. (2013). Corporate governance in emerging markets: A survey. *Emerging Markets Review*, 15, 1-33. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2012.03.002>
- Costa Filho, J. C. B., Viana Junior, D. B. C., Domingos, S. R. M., & Ponte, V. M. R. (2016). Endividamento e qualidade da governança corporativa nas companhias listadas na BM&FBovespa. *Revista de Contabilidade da UFBA*, 10(3), 41–62. <https://doi.org/10.9771/rc-ufba.v10i3.17269>
- Crisóstomo, V. L., & Brandão, I. F. (2019). The ultimate controlling owner and corporate governance in Brazil. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 19(1), 120-140. <https://doi.org/10.1108/CG-01-2018-0043>
- Crisóstomo, V. L., & Pinheiro, B. G. (2015). Estrutura de capital e concentração de propriedade da empresa brasileira. *Revista de Finanças Aplicadas*, 4, 1-30. <http://www.financasaplicadas.fia.com.br/index.php/financasaplicadas/article/view/299>
- Crisóstomo, V. L., Pinheiro, B. G., & Nakamura, W. T. (2020). Concentração de propriedade e emissão de ação: Evidência da América Latina. *Revista Brasileira de Finanças*, 18(4), 33–76. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v18n4.2020.81194>
- Crisóstomo, V. L., Prudêncio, P. A., & Brandão, I. F. (2022). corporate reputation in Brazil: the effects of the shareholding control configuration, corporate governance, and corporate social responsibility. *Corporate Reputation Review*. <https://doi.org/10.1057/s41299-022-00152-w>
- Dedman, E., & Filatotchev, I. (2008). Corporate governance research: a contingency framework. *International Journal of Managerial Finance*, 4(4), 248-258. <https://doi.org/10.1108/17439130810902778>
- Dey, A. (2008). Corporate governance and agency conflicts. *Journal of Accounting Research*, 46(5), 1143-1181. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00301.x>

- Dyck, A., & Zingales, L. (2004). Private benefits of control: an international comparison. *The Journal of Finance*, 59(2), 537-600. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00642.x>
- Fonseca, C. V. C., & Silveira, R. L. F. (2016). Corporate governance and cost of debt: evidences among Brazilian listed companies. *Revista Eletrônica de Administração – REAd*, 22(1), 106-133. <http://dx.doi.org/10.1590/1413-2311.016162016.62739>
- Fonseca, C. V. C., Silveira, R. L. F., & Hiratuka, C. (2016). A Relação entre a governança corporativa e a estrutura de capital das empresas brasileiras no período 2000-2013. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 35(2), 35-52. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v35i2.29673>
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2008). Trade-off and pecking order theories of debt. In: Eckbo, B. E. (ed). *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, 2, 135-202. Oxford: Elsevier. <https://doi.org/10.1016/B978-0-444-53265-7.50004-4>
- Ganguli, S. K. (2013). Capital structure - does ownership structure matter? Theory and Indian evidence. *Studies in Economics and Finance*, 30(1), 56-72. <https://doi.org/10.1108/10867371311300982>
- Gelman, M., Castro, L. R. K., & Seidler, V. (2015). Efeitos da vinculação de conselheiros ao acordo de acionistas no valor da firma. *Revista de Administração de Empresas – RAE*, 55(3). <http://dx.doi.org/10.1590/S0034-759020150309>
- Gomes, A., & Novaes, W. (2005). *Sharing of control versus monitoring as corporate governance mechanisms*. Available at SSRN. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.277111>
- Hausmann, D. C. S., Vogt, M., Hein, N., & Hein, A. K. (2021). Relação entre estrutura de capital e estrutura de propriedade em empresas brasileiras: Trade-off decision analysis. *Cuadernos de Contabilidad*, 22, 1-20. <https://doi.org/10.11144/Javeriana.cc22.rece>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Junqueira, L. R., Soares, C. H., Bressan, A. A., & Bertucci, L. A. (2017). Impactos da adesão aos níveis diferenciados de Governança corporativa sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras. *Revista de Administração da UFSM*, 10(3), 420-436. <https://doi.org/10.5902/1983465911276>
- Kayhan, A., & Titman, S. (2007). Firms' histories and their capital structures. *Journal of Financial Economics*, 83(1), 1-32. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.10.007>
- Lei, Q., Lin, B., & Wei, M. (2013). Types of agency cost, corporate governance and liquidity. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(3), 147-172. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2013.02.008>
- López-Iturriaga, F. J., & Santana-Martín, D. J. (2015). Do Shareholder Coalitions Modify the Dominant Owner's Control? The Impact on Dividend Policy. *Corporate Governance: An International Review*, 23(6), 519-533. <https://doi.org/10.1111/corg.12126>
- Mande, V., Park, Y. K., & Son, M. (2012). Equity or Debt Financing: Does Good Corporate Governance Matter? *Corporate Governance: An International Review*, 20(2), 195-211. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2011.00897.x>
- Marques, T. D. Á., Guimarães, T. M., & Peixoto, F. M. (2015). A concentração acionária no Brasil: análise dos impactos no desempenho, valor e risco das empresas. *Revista de Administração Mackenzie – RAM*, 16(4), 100-133. <https://doi.org/10.1590/1678-69712015/administracao.v16n4p100-133>
- Martins, H. C., Schiehl, E., & Terra, P. R. S. (2017). Country-level governance quality, ownership concentration, and debt maturity: A comparative study of Brazil and Chile. *Corporate Governance: An International Review*, 25(4), 236-254. <https://doi.org/10.1111/corg.12192>
- Nascimento, J. C. H. B., Angotti, M., Macedo, M. A. S., & Bortolon, P. M. (2018). As relações entre governança corporativa, risco e endividamento e suas influências no desempenho

- financeiro e no valor de mercado de empresas brasileiras. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 11(1), 166-185. <https://asaa.anpcont.org.br/index.php/asaa/article/view/366>
- Paligorova, T., & Xu, Z. (2012). Complex ownership and capital structure. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 701-716. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.05.001>
- Pinheiro, B. G., Vasconcelos, A. C., Luca, M. M. M., & Crisóstomo, V. L. (2017). Estrutura de capital e governança corporativa nas empresas listadas na BM&FBovespa. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 11(4), 451-466. <https://doi.org/10.17524/repec.v11i4.1706>
- Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance*, 54(2), 471-517. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- Procianoy, J. L., & Schnorrenberger, A. (2004). A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras. *Revista Brasileira de Economia*, 58, 122-146. <https://doi.org/10.1590/S0034-71402004000100006>
- Renders, A., & Gaeremynck, A. (2012). Corporate governance, principal-principal agency conflicts, and firm value in European listed companies. *Corporate Governance: An International Review*, 20(2), 125-143. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2011.00900.x>
- Ribeiro, F., Atamanczuk, M. J., Gerigk, W., & Biscaia, L. F. (2021). Concentração de propriedade, governança corporativa e estrutura de capital no segmento de energia elétrica da B3. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 9(2), 7-25. <https://doi.org/10.22478/ufpb.2318-1001.2021v9n2.53271>
- Ribeiro, J. E., & Souza, A. A. (2022). A governança corporativa afeta a estrutura de capital? Evidências das empresas listadas na Brasil Bolsa Balcão no período 2010-2020. *Revista Universo Contábil*, 18. <http://dx.doi.org/10.4270/ruc.2022112>
- Rossetti, J. P., & Andrade, A. (2012). *Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências*. São Paulo: Atlas.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Silva, A. L. P., Lana, J., & Marcon, R. (2018). Agreeing and Impacting: the effect of the shareholders' agreement on firms' market value. *Brazilian Business Review*, 15(1), 88-104. <https://doi.org/10.15728/bbr.2018.15.1.6>
- Silva, E. S. D., Kayo, E. K., & Lima, I. S. (2017). Dupla listagem, alavancagem e maturidade da dívida. *Revista de Gestão – REGE*, 24(2), 98-109. <http://dx.doi.org/10.1016/j.rege.2017.03.001>
- Silveira, A. D. M., Perobelli, F. F. C., & Barros, L. A. B. C. (2008). Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, 12(3), 763-788. <https://doi.org/10.1590/S1415-65552008000300008>
- Soares, R. O., & Kloeckner, G. D. O. (2008). Endividamento em firmas com alta propensão à expropriação: o caso de firmas com um controlador. *Revista de Administração de Empresas – RAE*, 48, 79-93. <https://doi.org/10.1590/S0034-75902008000400008>
- Vieira, K. M., Velasquez, M. D., Losekann, V. L., & Ceretta, P. S. (2011). A influência da governança corporativa no desempenho e na estrutura de capital das empresas listadas na Bovespa. *Revista Universo Contábil*, 7(1), 46-67. <http://dx.doi.org/10.4270/ruc.20117>
- Wooldridge, J. M. (2002). *Econometric analysis of cross section and panel data*. Cambridge: MIT Press.
- Young, M. N., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Bruton, G. D., & Jiang, Y. (2008). Corporate governance in emerging economies: a review of the principal-principal perspective. *Journal of Management Studies*, 45(1), 196–220. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2007.00752.x>
- Zhu, F. (2014). Corporate governance and the cost of capital: an international study. *International Review of Finance*, 14(3), 393-429. <https://doi.org/10.1111/irfi.12034>