



08, 09, 10 e 11 de novembro de 2022
ISSN 2177-3866

Governança corporativa e restrição financeira: um estudo da empresa brasileira

MARIA LAYANE SILVA GOMES

UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ (UFC)

VICENTE LIMA CRISÓSTOMO

UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ (UFC)

ISAC DE FREITAS BRANDÃO

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

GOVERNANÇA CORPORATIVA E RESTRIÇÃO FINANCEIRA: UM ESTUDO DA EMPRESA BRASILEIRA

1 INTRODUÇÃO

A literatura tem documentado que imperfeições de mercado podem afetar a relação entre estrutura de capital e decisões de investimento das empresas, contrariamente ao mercado perfeito preconizado por Modigliani e Miller (1958). A Teoria *Pecking order* (MYERS; MAJLUF, 1984) sugere que as decisões de financiamento do investimento empresarial são baseadas em hierarquia relacionada ao custo das fontes de financiamento, sendo os recursos internos preferíveis aos recursos externos. Nesse contexto, a assimetria informacional entre gestores e investidores externos à gestão seria a principal fricção de mercado que afeta a composição da estrutura de capital da empresa (MYERS; MAJLUF, 1984).

A partir das imperfeições de mercado apontadas por teorias como a *Pecking order*, foi observado que os recursos internos e externos não são substitutos perfeitos, uma vez que há um aumento no custo do financiamento externo na presença de fricções de mercado. Uma empresa encontra-se em situação de restrição financeira quando o acesso ao financiamento externo é afetado pelos altos custos decorrentes das fricções de mercado (BOLTON; WANG; YANG, 2019), principalmente relacionadas à assimetria informacional entre gestores e credores sobre os projetos de investimento da firma (AKERLOF, 1970). Essa situação pode levar as empresas a ficarem dependentes dos recursos gerados internamente para realizar investimentos, uma vez que estes seriam menos onerosos que os recursos externos. Desta forma, as restrições financeiras podem impactar a alocação eficiente de capital nos projetos de investimento da firma (STEIN, 2003).

Fatores institucionais também podem afetar a capacidade das empresas para obter fundos externos (PORTAL; ZANI; SILVA, 2012). Em países menos desenvolvidos, caracterizados pela fraca proteção a investidores, o mercado de capitais tende a ser menos desenvolvido, com estrutura de propriedade das firmas caracterizada pela alta concentração de poder de voto (LA PORTA et al., 1997, 1998). Essas características elevam os custos de transação e de capital e limitam o acesso ao financiamento externo (PORTAL; ZANI; SILVA, 2012). Além disso, sistemas financeiros de mercados emergentes são especialmente afetados por problemas de assimetria informacional e de agência, o que pode levar as empresas a abandonarem projetos de investimento potencialmente rentáveis por dificuldade de financiamento (SPRENGER; LAZAREVA, 2021).

Com o objetivo de mitigar conflitos de agência entre agentes internos e externos à empresa, a governança corporativa pode ser compreendida como um conjunto de mecanismos capaz de garantir a proteção dos direitos de acionistas e credores (FONSECA; SILVEIRA, 2016). Neste contexto, a governança corporativa aparece como elemento capaz de interferir favoravelmente na comunicação da empresa com o mercado de financiamento. Um adequado sistema interno de governança corporativa sinaliza para o mercado a atenção da empresa a suas políticas de investimento e financiamento, assim como o cuidado com a gestão da empresa e o alinhamento de interesses entre propriedade e gestão. Esta sinalização positiva tende a facilitar o acesso ao financiamento externo (DEGRYSE; DE JONG, 2006), podendo contribuir para reduzir a restrição financeira e melhorar a alocação de capital nos investimentos empresariais (ELLOUZE; CHERIF, 2020).

O Brasil é uma economia emergente com ambiente legal e corporativo favorável à assimetria informacional e aos conflitos de agência – como alta concentração acionária, fracos sistemas regulatórios, fraca transparência e mercados de capitais menos desenvolvidos (BRANDÃO; CRISÓSTOMO, 2015; REFAKAR; RAVAONOROHANTA, 2020) – o que pode contribuir com a restrição financeira (SPRENGER; LAZAREVA, 2021) e com a necessidade de aprimoramento dos sistemas internos de governança das empresas

(CLAESSENS; YURTOGLU, 2013). Neste contexto, esta pesquisa foi desenvolvida a partir do seguinte problema: Qual a influência da qualidade da governança corporativa sobre a restrição financeira enfrentada pelas empresas brasileiras?

O objetivo do trabalho foi examinar a relação entre a qualidade da governança corporativa e a restrição financeira enfrentada pelas empresas brasileiras. Foram analisadas 1142 observações anuais de 124 empresas listadas na B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão, no período 2010-2019. Para verificar a existência de restrições financeiras foi adotado o modelo de investimento que avalia a sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa e ao endividamento (CRISÓSTOMO, LÓPEZ-ITURRIAGA e VALLELADO, 2014b). O efeito positivo do fluxo de caixa indica dependência do investimento a esta disponibilidade. Por outro lado, o efeito negativo da dívida sugere que empresas estão com dificuldade para financiar seus projetos com dívida e poder estar desperdiçando oportunidades de investimento, o que caracteriza situação de subinvestimento (GEBAUER; SETZER; WESTPHAL, 2018; GUEVARA; MAUDOS; SALVADOR, 2021). Para investigar se a qualidade da governança corporativa a nível de empresa reduz o nível de restrição financeira foi analisado o efeito moderador da adoção de práticas de governança corporativa sobre as relações do investimento com o fluxo de caixa e o endividamento.

O estudo contribui para ampliar o conhecimento sobre a relação entre governança corporativa e financiamento do investimento corporativo (SPRENGER; LAZAREVA, 2021), uma vez que há pouca evidência empírica que analisem esses aspectos conjuntamente em firmas de países menos desenvolvidos, especialmente considerando as diferentes dimensões do sistema interno de governança das empresas (FRANCIS et al., 2013; BRAGIONI; SANTOS, 2018; ELLOUZE; CHERIF, 2020). Metodologicamente, o estudo inova ao mensurar a qualidade da governança corporativa através de um índice geral e por subíndices relativos a áreas específicas da estrutura de governança corporativa, não se tendo encontrado, até onde temos conhecimento, estudos anteriores que tratam restrição financeira e governança neste nível de detalhe. Assim, vemos como contribuição a análise da capacidade moderadora da governança, e de seus subconjuntos de práticas sobre a situação de restrição financeira da empresa brasileira. Na prática, os resultados podem sinalizar a importância da adoção de práticas de governança para a redução de assimetria informacional e conflitos de agência no mercado brasileiro, bem como indicar quais elementos estrutura de governança corporativa são mais relevantes para empresas que enfrentam restrição financeira.

2 REVISÃO DE LITERATURA E HIPÓTESES DE PESQUISA

2.1 Investimento, financiamento e restrição financeira

O efeito que a restrição financeira exerce na sensibilidade dos investimentos das firmas ao fluxo de caixa ainda não apresenta uma explicação completa (MOYEN, 2004). A principal corrente teórica argumenta que a relação entre assimetria informacional e custo de financiamento externo em mercados financeiros, considerando que os fundos externos são mais custosos que os fundos internos, faz com que a sensibilidade positiva do investimento ao fluxo de caixa seja apontada como um importante sinal de que as empresas sofrem restrição financeira (FAZZARI; HUBBARD; PETERSEN, 1988). A Teoria *Pecking order* sugere que as empresas que enfrentam altos custos para conseguir financiamento externo, devido à assimetria informacional entre empresa e mercado, tendem a ter preferência em financiar seus investimentos por meio de fundos internos. Esta preferência faria com que fosse observado uma relação negativa entre a geração de fluxo de caixa e a demanda por fundos externos (MYERS; MAJLUF, 1984; MYERS, 1984). Outra interpretação para a sensibilidade positiva observada entre as variáveis investimento e fluxo de caixa decorre da hipótese do fluxo de caixa livre defendida por Jensen (1986). Esse autor sugere que a sensibilidade do investimento ao fluxo de

caixa não está relacionada ao custo em acessar fontes externas de capital, mas à propensão dos gestores em sobreinvestir o fluxo de caixa livre.

Outra vertente que vem sendo investigada diz respeito à influência exercida pela dívida na sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa. Ahiadorme, Gyeke-Dako e Abor (2018) examinaram o papel moderador da dívida na relação entre investimento e fluxo de caixa, e encontram uma relação positiva entre fluxo de caixa moderada pela dívida e o investimento. Para os autores, este resultado indica que empresas com alto nível de endividamento correm o risco de subinvestir devido aos custos para obter novos financiamentos, especialmente os custos relacionados à falência. Diante disso, os autores concluíram que os investimentos das empresas altamente endividadas apresentam maior sensibilidade ao fluxo de caixa devido à dificuldade de ter acesso a novos recursos oriundos de fontes de financiamento externo. Lyandres (2007), por sua vez, encontrou uma relação não-monotônica entre custos do financiamento externo e sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa. O autor observou que quando o custo do financiamento externo é baixo a sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa diminui.

A literatura internacional (BEVAN; DANBOLT, 2002; HARON, 2014) e nacional (BASTOS; NAKAMURA; BASSO, 2009; CRISÓSTOMO; PINHEIRO, 2015) tem encontrado evidência empírica de relação negativa entre geração de fundos internos (rentabilidade) e demanda por recursos externos, comportamento previsto pela Teoria *Pecking order*. Deste modo, as empresas sujeitas a financiamento externo mais custoso apresentariam uma relação negativa mais intensa entre a geração de fundos internos e a demanda por fundos externos devido às fricções financeiras, se comparadas às empresas não sujeitas à fortes fricções financeiras, ou seja, empresas consideradas sem restrições financeiras.

Apesar dos avanços no que diz respeito ao mercado de capitais e à estabilização da economia, relacionados à reforma bancária e à liberalização do mercado externo, o Brasil ainda apresenta características, como a baixa proteção aos investidores minoritários e aos credores e a alta concentração de propriedade, que podem ser relevantes para a circunstância de restrição financeira (CRISÓSTOMO; LÓPEZ-ITURRIAGA; GONZÁLEZ, 2014a). Pesquisas empíricas, no Brasil e cenário internacional, encontraram que o fluxo de caixa tem um impacto positivo sobre o investimento (CRISÓSTOMO; LÓPEZ-ITURRIAGA; GONZÁLEZ, 2014a; 2014b; BRAGIONI; SANTOS, 2018) e que a dívida tem efeito negativo sobre o investimento (BAH; DUMONTIER, 2001; CARPENTER; PETERSEN, 2002; AHIADORME; GYEKE-DAKO; ABOR, 2018), sendo estes fortes indícios de que as empresas enfrentam restrições financeiras. Diante desse cenário, argumenta-se as empresas brasileiras sofrem restrição financeira, verificada pela sensibilidade positiva do investimento ao fluxo de caixa e pela relação negativa entre endividamento e investimento.

Hipótese 1: As empresas brasileiras encaram restrição financeira, a qual pode ser observada pela relação positiva do investimento ao fluxo de caixa e pela relação negativa entre a dívida e o investimento.

2.2 Governança corporativa e restrição financeira

Um fator importante para melhorar a eficiência e competitividade das empresas é o melhor acesso a fontes alternativas de capital, essenciais para complementar os recursos a serem empregados em projetos de investimento (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2011). No entanto, o acesso a fontes externas de financiamento pode tornar-se mais custoso em decorrência dos conflitos de agência enfrentados pela empresa que exacerbam a questão da assimetria informacional, assim como o risco dos credores (DEY, 2008).

Para melhorar a capacidade de captação da empresa de fundos externos, por contratação de dívida ou por emissão de ações, a empresa deve comprometer-se, por meio de contratos legais, a minimizar potenciais comportamentos oportunistas tanto dos seus executivos quanto dos seus acionistas majoritários (MENDONÇA; MARTINS; TERRA, 2019). No entanto, os

contratos são incompletos e nem sempre suficientes para minimizar conflitos de agência e dar completa garantia ao investidor (HART, 1995). Dessa forma, faz-se necessário a adoção de outros mecanismos capazes de mitigar esses conflitos e sinalizar ao mercado preocupação da empresa com o relacionamento com seus investidores. A adoção de boas práticas de governança corporativa tem sido apontada como uma estratégia importante para esta sinalização, ao implementar mecanismos capazes de reduzir os conflitos de agência e de melhorar a comunicação com o mercado (DEY, 2008; FRANCIS et al., 2013; PINHEIRO et al., 2017).

Dentre os benefícios esperados da adoção de práticas de governança corporativa, destaca-se a melhoria da capacidade da empresa em acessar o financiamento externo (SILVEIRA; PEROBELLI; BARROS, 2008; CLAESSENS; YURTOGLU, 2013). Evidências empíricas apontam que a adoção de mecanismos de governança corporativa pode contribuir para a mitigação do problema de assimetria informacional, o que pode ter efeito positivo para a redução do custo de financiamento por meio de contratação de dívida (SENGUPTA, 1998; ASHBAUGH-SKAIFE; COLLINS; LAFOND, 2006). Dessa forma, a adoção de melhores práticas de governança corporativa é sugerida como capaz de contribuir para melhorar o acesso ao financiamento através da captação de recursos externos, independentemente do ambiente institucional em que a empresa esteja inserida (SILVEIRA; PEROBELLI; BARROS, 2008; FRANCIS et al., 2013).

Em mercados emergentes, caracterizados pela maior propensão à ocorrência de circunstâncias de restrição financeira e menor proteção aos investidores, como é o caso do Brasil, há a expectativa de que a governança corporativa tenha um papel relevante na melhoria da capacidade da empresa de captar recursos externos (FRANCIS et al., 2013; BRAGIONI; SANTOS, 2018). Nesse cenário, melhores práticas de governança corporativa seriam capazes de sinalizar ao mercado a preocupação da empresa com a sua gestão, com o alinhamento de interesses entre gestores e acionistas, e manutenção de elevado nível de *disclosure* de informação, o que deve contribuir para a redução do custo de capital da empresa por meio da redução da assimetria informacional com o mercado.

Empiricamente, Ellouze e Cherif (2020), ao analisar empresas tunisianas, encontraram evidência de que as empresas dependem dos fundos internos para financiar seus investimentos, e que isso fica mais evidente no grupo de empresas classificadas, *a priori*, mais restritas financeiramente. Além disso, os autores encontraram que no grupo de empresas com melhor governança corporativa a sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa diminui. Assim, os autores concluíram que uma melhor governança corporativa reduz a restrição financeira e garante uma melhor alocação de capital nos investimentos empresariais.

Espera-se que maior nível de adoção de práticas de governança corporativa seja capaz de fazer com que a empresa consiga captar recursos externos a um custo mais baixo, e, dessa forma, diminua a dependência de seu investimento à disponibilidade de fluxo de caixa (CLAESSENS; YURTOGLU, 2013; FONSECA; SILVEIRA, 2016; SILVA; CAIXE; KRAUTER, 2019). Dessa forma, é esperado que empresas com melhor governança corporativa vislumbrem uma redução na intensidade de possíveis situações de restrição financeira (ELLOUZE; CHERIF, 2020). Esta mitigação de circunstância de restrição financeira enfrentada pela empresa pode ser observada através da redução da dependência do nível de investimento ao fluxo de caixa como também da mais alta disponibilidade de dívida para financiar o investimento.

Hipótese 2: A qualidade do sistema interno governança corporativa é capaz de mitigar as restrições financeiras encaradas pela empresa, o que pode ser observado pelo efeito moderador do nível de adoção de práticas de governança corporativa negativo sobre a relação entre investimento e fluxo de caixa e positivo sobre a relação entre investimento e dívida.

3 METODOLOGIA

A amostra foi constituída pelas empresas brasileiras listadas na B³ que publicaram o Formulário de Referência no período de 2010 a 2019 e que tinham todos os dados necessários disponíveis na base de dados Economática®. Além disso, foram excluídas da amostra as empresas do setor financeiro, como bancos e seguradoras, devido a especificidades relacionadas à apresentação de dados que poderiam distorcer os resultados da pesquisa. O período de pesquisa justifica-se pelo fato do Formulário de Referência, relatório que reúne informações de práticas de governança corporativa, ter sido exigido pela Comissão de Valores de Mobiliários a partir do ano de 2010. Optou-se por não incluir os anos de 2020 e 2021 em virtude do possível efeito que a pandemia causada pelo coronavírus (COVID-19) pode exercer nos dados econômico-financeiros utilizados na pesquisa. Dessa forma, a amostra final contemplou um painel desbalanceado de 124 empresas e 1142 observações.

Alguns dos principais modelos de investimento empregados nos estudos que tratam de restrição financeira são a equação de Euler e o modelo **q** de Tobin. Para fins de atingir os objetivos propostos neste trabalho, foi adaptado e aplicado o modelo utilizado por Crisóstomo, López-Iturriaga e González (2014b) baseado na equação de Euler, apresentado na Equação 1.

$$\left(\frac{INV}{K}\right)_{i,t+1} = \beta_1 \left(\frac{INV}{K}\right)_{i,t} + \beta_2 \left(\frac{INV}{K}\right)_{i,t}^2 + \beta_3 \left(\frac{FC}{K}\right)_{i,t} + \beta_4 \left(\frac{Y}{K}\right)_{i,t} + \beta_5 \left(\frac{D}{K}\right)_{i,t} + \beta_6 \left(\frac{D}{K}\right)_{i,t}^2 + \alpha_i + \delta_{t+1} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

A variável dependente é o investimento do ano seguinte $[(INV/K)_{i,t+1}]$, em que INV refere-se ao investimento em bens de capital e K refere-se ao ativo imobilizado. O investimento será medido a partir do aumento do estoque de capital (ativo imobilizado) (K) durante o ano, ajustado pela depreciação $(1 - \lambda)K_t$, em que λ refere-se à taxa de depreciação, seguindo literatura prévia, como Bond e Meghir (1994), Crisóstomo, López-Iturriaga e González (2014a, 2014b). O subscrito *i* refere-se à empresa e o subscrito *t* refere-se ao período analisado.

As variáveis independentes são referentes ao ano corrente (t), e dentre as quais será incluído o nível de investimento $[(INV/K)_{i,t}]$, com o intuito de capturar os efeitos deste nos investimentos atuais e futuros (DEMARZO et al., 2012), assim como serão incorporados os custos de ajuste de capital aproximados investimento ao quadrado $[(INV/K)_{i,t}^2]$ (BOND; MEGHIR, 1994). $(FC/K)_{i,t}$ refere-se ao fluxo de caixa, corresponde à soma do lucro líquido e da depreciação, relativizado pelo ativo imobilizado (SILVA; CAIXE; KRAUTER, 2019). $(Y/K)_{i,t}$ (*output*) corresponde à produção relativizada pelo ativo imobilizado, sendo a produção medida pelo volume de vendas anuais da empresa, aproximado pela receita líquida, esperando-se um efeito positivo sobre o nível de investimento da empresa (BOND; MEGHIR, 1994; CRISÓSTOMO; LÓPEZ-ITURRIAGA; GONZÁLEZ, 2014a; 2014b). $(D/K)_{i,t}$ e $(D/K)_{i,t}^2$ referem-se ao endividamento da empresa, linear e quadrático, aproximado pela relação entre dívida e ativo imobilizado. α_i corresponde ao termo de erro associado a efeitos específicos da empresa, δ_{t+1} refere-se ao termo de erro associado a efeitos específicos do tempo e $\varepsilon_{i,t}$ corresponde ao termo de erro aleatório.

O principal resultado a ser observado na Equação 1 diz respeito a identificação da restrição financeira enfrentada pelas empresas (Hipótese 1), observada pela sensibilidade positiva do nível de investimento ao fluxo de caixa e/ou negativa do nível de investimento ao endividamento. Destaca-se que nesse estudo a variável endividamento foi observada tanto de forma linear quanto não-linear com a finalidade de avaliar a possível relação de U invertido entre investimento e endividamento, o que sinalizaria uma vantagem na utilização de endividamento até certo ponto quando então o excesso de dívida contratada pode começar a ter um efeito negativo sobre o nível de investimento da empresa podendo ocasionar

subinvestimento (CRISÓSTOMO; LÓPEZ-ITURRIAGA; GONZÁLEZ, 2014a; 2014b; BOND; MEGHIR, 1994).

Com o intuito de verificar a influência da qualidade da governança corporativa na restrição financeira enfrentada pelas empresas brasileiras (Hipótese 2), será estimado o modelo da Equação 2. Neste modelo, acrescenta-se ao modelo da Equação 1 variáveis cruzadas resultante da multiplicação de cada variável independente com a variável indicativa da qualidade da governança corporativa ($IQGC_{i,t}$). Estas variáveis cruzadas são utilizadas para mensurar o possível efeito moderador da qualidade da governança corporativa sobre cada variável do modelo.

$$\begin{aligned} \left(\frac{INV}{K}\right)_{i,t+1} = & \beta_1 \left(\frac{INV}{K}\right)_{i,t} + \beta_2 \left(\frac{INV}{K}\right)_{i,t}^2 + \beta_3 \left(\frac{FC}{K}\right)_{i,t} + \beta_4 \left(\frac{Y}{K}\right)_{i,t} + \beta_5 \left(\frac{D}{K}\right)_{i,t} + \beta_6 \left(\frac{D}{K}\right)_{i,t}^2 + \\ & \beta_7 IQGC_{i,t} \left(\frac{INV}{K}\right)_{i,t} + \beta_8 IQGC_{i,t} \left(\frac{INV}{K}\right)_{i,t}^2 + \beta_9 IQGC_{i,t} \left(\frac{FC}{K}\right)_{i,t} + \beta_{10} IQGC_{i,t} \left(\frac{Y}{K}\right)_{i,t} + \\ & \beta_{11} IQGC_{i,t} \left(\frac{D}{K}\right)_{i,t} + \beta_{12} IQGC_{i,t} \left(\frac{D}{K}\right)_{i,t}^2 + \alpha_i + \delta_{t+1} + \varepsilon_{i,t} \quad (2) \end{aligned}$$

As variáveis de interesse desta pesquisa são o fluxo de caixa e o endividamento em função da sensibilidade do investimento a elas ser um indicativo da situação de restrição financeira da empresa. A capacidade de a qualidade da governança corporativa reduzir a restrição financeira da empresa brasileira será observada, neste contexto, pela mudança de sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa e ao endividamento. Se a governança corporativa é capaz de reverter a sensibilidade positiva do investimento ao fluxo de caixa ou o efeito negativo da dívida é porque ela é realmente capaz de reduzir eventual circunstância de restrição financeira.

O índice de qualidade da governança corporativa utilizado nessa pesquisa é o de Brandão e Crisóstomo (2015), que tem como base as práticas de governança corporativa recomendadas para empresas brasileiras pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2002), pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2015) e pela Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (PREVI, 2012). Além do respaldo dessas instituições, Brandão e Crisóstomo (2015) destacam que o índice de governança elaborado por eles se diferencia dos demais em dois pontos principais. Primeiramente, o IQGC mensura os itens que o compõe tanto de forma binária quanto em escala discreta e contínua, ao contrário de outros estudos que utilizaram apenas variáveis binárias. Em segundo lugar, estão incluídas no IQGC práticas não levadas em conta por outros índices, como mecanismos que estimulam os acionistas minoritários a participarem das assembleias e período de mandato de membros dos membros dos órgãos de gestão e fiscalização.

Para calcular o IQGC inicialmente foi atribuída uma pontuação para cada uma das 28 práticas de governança corporativa analisadas, para cada empresa/ano, que varia de 0 a 1. O IQGC anual de cada empresa foi obtido a razão entre a soma dos pontos alcançados pela empresa e o total de práticas analisadas (28), o que resulta em um percentual em relação à pontuação máxima possível (BRANDÃO; CRISÓSTOMO, 2015).

Visando aprofundar a avaliação do possível efeito da governança corporativa sobre a restrição financeira, foram estimados modelos que seguem o da Equação 2 substituindo-se nas variáveis interativas o fator IQGC por fatores específicos correspondentes a cada dimensão da governança corporativa (DGC), referentes a cada uma das sete categorias de práticas de governança corporativa em que se estrutura o IQGC. Estes modelos podem identificar se há alguma dimensão com mais alto ou baixo efeito moderador da governança corporativa sobre a relação entre investimento da empresa e seus fatores explicativos. As sete dimensões de governança corporativa são categorizadas da seguinte forma: composição do conselho de

administração (DGC1) – seis práticas; práticas do conselho de administração (DGC 2) – cinco práticas; direito das ações e propriedade (DGC 3) – quatro práticas; práticas da diretoria executiva (DGC 4) – cinco práticas; assembleia geral ordinária (DGC 5) – uma prática; fiscalização (DGC 6) – quatro práticas; e transparência (DGC 7) – quatro práticas. O nível de adoção de práticas das dimensões da governança corporativa foi mensurado com a mesma metodologia utilizada para o IQGC.

A análise de dados foi realizada por meio de estatística descritiva e por estimativas dos modelos das Equações 1 e 2 utilizando-se o método dos mínimos quadrados generalizados para dados em painel (GLS). Todas as estimativas foram controladas por efeitos fixos de setor e ano da observação. Além das estimativas, foram realizados os testes t e u para testar as diferenças entre os coeficientes das variáveis fluxo de caixa, dívida linear e não-linear e a presença de uma relação quadrática invertida (U invertida) entre o investimento da empresa e o endividamento, respectivamente. Como testes de robustez foram processadas estimativas dos modelos das Equações 1 e 2 acrescentando-se entre as variáveis independentes o q de Tobin ($Q_{i,t}$), conforme sugerido por Crisóstomo, López-Iturriaga e González (2014b). O q de Tobin foi operacionalizado pela razão entre o valor de mercado da empresa (valor de mercado das ações mais valor da dívida onerosa) e o valor contábil dos ativos.

4 RESULTADOS

4.1 Estatística descritiva

A Tabela 1 apresenta a estatística descritiva das variáveis dos modelos. O investimento médio anual é de aproximadamente 12%, mas o alto coeficiente de variação e os valores mínimos e máximos indicam elevada heterogeneidade entre as empresas analisadas. Dentre as variáveis explicativas de interesse, a rentabilidade, utilizada como proxy para o fluxo de caixa, apresenta valor médio de 6% do valor do ativo imobilizado, enquanto a dívida média corresponde a 105%. Estas variáveis apresentam variação menor quando comparadas ao investimento anual.

Tabela 1 – Estatística descritiva das variáveis do estudo

Variável	N	Média	Mediana	Desvio-padrão	Coefficiente de variação	Mínimo	Máximo
$(INV/K)_{i,t+1}$	1142	0,12	0,06	0,34	2,76	-0,90	0,90
$(INV/K)_{i,t}$	1142	0,11	0,08	0,26	2,27	-0,47	0,50
$(INV/K)^2_{i,t}$	1142	0,08	0,03	0,09	1,16	0,00	0,24
$(Q)_{i,t}$	1142	1,36	0,94	1,21	0,89	0,04	8,72
$(Y/K)_{i,t}$	1142	1,62	2,40	0,96	0,59	0,00	2,40
$(FC/K)_{i,t}$	1142	0,06	0,10	0,08	1,28	-0,10	0,10
$(D/K)_{i,t}$	1142	1,05	1,50	0,57	0,54	0,00	1,50
$(D/K)^2_{i,t}$	1142	1,43	2,22	0,96	0,67	0,00	2,22
$(IQGC)_{i,t}$	1142	0,59	0,60	0,11	0,19	0,17	0,88
$(DGC1)_{i,t}$	1142	0,53	0,54	0,13	0,25	0,22	0,86
$(DGC2)_{i,t}$	1142	0,72	0,70	0,19	0,26	0,10	1,00
$(DGC3)_{i,t}$	1142	0,75	0,83	0,19	0,25	0,24	1,00
$(DGC4)_{i,t}$	1142	0,61	0,60	0,20	0,33	0,00	0,90
$(DGC5)_{i,t}$	1142	0,24	0,13	0,16	0,67	0,13	0,75
$(DGC6)_{i,t}$	1142	0,34	0,33	0,21	0,61	0,00	1,00
$(DGC7)_{i,t}$	1142	0,74	0,75	0,21	0,28	0,00	1,00

Variáveis: investimento do ano seguinte $(INV/K)_{i,t+1}$, investimento atual $(INV/K)_{i,t}$, investimento atual ao quadrado $(INV/K)^2_{i,t}$, fluxo de caixa $(FC/K)_{i,t}$, output $(Y/K)_{i,t}$, dívida $(D/K)_{i,t}$, dívida ao quadrado $(D/K)^2_{i,t}$, q de Tobin $(q)_{i,t}$, índice de qualidade da governança corporativa $(IQGC)_{i,t}$, composição do conselho $(DGC1)_{i,t}$, práticas do conselho de administração $(DGC2)_{i,t}$, direito das ações e circulação das ações $(DGC3)_{i,t}$, práticas da diretoria executiva $(DGC4)_{i,t}$, assembleia geral ordinária $(DGC5)_{i,t}$, fiscalização (conselho fiscal e comitê de auditoria) $(DGC6)_{i,t}$ e transparência $(DGC7)_{i,t}$.

A qualidade da governança corporativa, medida pelo IQGC, é de 59%, com valores mínimo e máximo de 17% e 88%, respectivamente. Entre as dimensões da governança corporativa, destacam-se as práticas do conselho de administração (DGC2), os direitos e circulação de ações (DGC3) e a transparência (DGC7), com valores médios superiores a 70% de adesão pelas empresas amostradas. Por outro lado, práticas relativas à assembleia geral ordinária (DGC5) e órgãos de fiscalização (DGC6) são menos adotadas pelas empresas, com índice médio de 24% e 34%, respectivamente. Todas as variáveis relativas à governança corporativa apresentam baixa heterogeneidade, com coeficientes de variação inferiores à unidade.

4.2 Índice de qualidade da governança corporativa e restrição financeira

Na Tabela 2 são apresentados os resultados obtidos para o modelo de investimento baseado na equação de Euler (colunas 1 e 3) e o modelo de investimento que inclui o q de Tobin (colunas 2 e 4), utilizadas para testar as hipóteses de pesquisa.

Tabela 2 – Investimento, financiamento e índice de qualidade da governança corporativa

Variáveis explicativas	Variável dependente: $(INV/K)_{i,t+1}$			
	(1)	(2)	(3)	(4)
$(INV/K)_{i,t}$	0,1725***	0,1713***	0,6150**	0,6389**
$(INV/K)^2_{i,t}$	0,3093**	0,0201**	-0,1282	-0,1037
$(Q)_{i,t}$		0,2205*		0,0197**
$(Y/K)_{i,t}$	-0,00774	-0,0755	0,0612	0,0679
$(FC/K)_{i,t}$	0,2652**	0,2948**	-0,8145	-0,7168
$(D/K)_{i,t}$	0,0928	-0,0078	-0,7904**	-0,7833**
$(D/K)^2_{i,t}$	-0,0636	0,1204	0,4457*	0,4408*
$(IQGC)*(INV/K)_{i,t}$			-0,7447*	-0,7856*
$(IQGC)*(INV/K)^2_{i,t}$			0,6849	0,6213
$(IQGC)*(Y/K)_{i,t}$			-0,1145	-0,1262
$(IQGC)*(FC/K)_{i,t}$			1,7684*	1,5290
$(IQGC)*(D/K)_{i,t}$			1,4592**	1,4961**
$(IQGC)*(D/K)^2_{i,t}$			-0,8399**	-0,8527**
Observações	1.142	1.142	1.142	1.142
Empresas	124	124	124	124
Teste Wald (χ^2)	366,44***	373,86***	385,88***	392,91***

Variável dependente: investimento do ano seguinte $(INV/K)_{i,t+1}$

Variáveis explicativas: investimento atual $(INV/K)_{i,t}$, investimento atual ao quadrado $(INV/K)^2_{i,t}$, fluxo de caixa $(FC/K)_{i,t}$, output $(Y/K)_{i,t}$, dívida $(D/K)_{i,t}$, dívida ao quadrado $(D/K)^2_{i,t}$, q de Tobin $(q)_{i,t}$ e índice de qualidade da governança corporativa $(IQGC)_{i,t}$.

Níveis de significância: * $<0,1$; ** $<0,05$ e *** $<0,01$.

Argumenta-se que as empresas brasileiras encaram situação de restrição financeira (Hipótese 1). Esta circunstância pode ser observada pela sensibilidade positiva do investimento ao fluxo de caixa e/ou pela relação negativa entre o nível de investimento e o grau de endividamento. Os resultados indicam uma relação positiva entre nível de investimento e fluxo de caixa, tanto quando analisado o modelo de Euler (coluna 1), quanto com a adição do q de Tobin (coluna 2), sugerindo que as empresas brasileiras enfrentam restrição financeira ao dependerem de recursos internos para realizar novos investimentos. O grau de endividamento, por outro lado, não parece limitar os investimentos das empresas brasileiras, uma vez que os coeficientes das variáveis indicativas da dívida (linear e quadrática) não apresentaram significância estatística.

A Hipótese 2 sugere que a adoção de práticas de governança reduz a intensidade da restrição financeira encarada pelas empresas, e foi avaliada pelo efeito moderador do índice de qualidade da governança corporativa sobre as relações do nível de investimento com o fluxo de caixa e com o grau de endividamento. Os achados exibidos nas colunas 3 e 4 (Tabela 2) (com

e sem o q de Tobin, respectivamente) indicam relação positiva entre investimento e endividamento moderado pela qualidade da governança corporativa [(IQGC)*(D/K)], sugerindo que a melhor qualidade do sistema de governança corporativa é capaz de melhorar a capacidade da empresa de financiar-se usando dívida. Teste de comparação entre os coeficientes do nível de endividamento (D/K) e do endividamento moderado pela qualidade da governança corporativa [(IQGC)*(D/K)] mostrou diferença significativa entre ambos (p-valor = 0,0211 na estimação da coluna 3 e p-valor = 0,0191 na estimação da coluna 4). Ademais, o coeficiente relativo ao fluxo de caixa deixa de ser estatisticamente significativo com a inclusão das variáveis interativas (FC/K), e no modelo baseado na equação de Euler (coluna 3) há indícios de moderação positiva e significativa da qualidade da governança corporativa sobre a sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa [(IQGC)*(FC/K)], o que sugere que nas empresas com melhor governança há menos problemas de fluxos de caixa livre.

Resultado adicional indica relação em formato de U invertido entre investimento e endividamento. O teste u realizado leva em conta a relação, linear e quadrática, do investimento com a dívida, tendo como hipótese nula a presença de uma relação monotônica ou positiva, e, como hipótese alternativa, a existência de uma relação quadrática negativa (em formato de U invertido). Para a relação entre investimento e dívida descarta-se a hipótese nula para os modelos com a inclusão do q de Tobin (Tabela 2, colunas 2 e 4, com p-valor de 0,0661 e 0,0684, respectivamente). O mesmo resultado é obtido ao analisar-se a associação entre investimento e dívida com o efeito moderador da qualidade da governança corporativa (p-valor = 0,0508 e 0,0513). A rejeição da hipótese nula sugere a presença de uma relação em formato de U invertido e sinaliza o benefício de financiamento através de dívida até um certo limite. A partir deste limite de endividamento, passa-se a observar um efeito negativo do endividamento sobre o nível de investimento da empresa brasileira.

Dentre as demais variáveis do modelo, observa-se consistente efeito positivo do investimento atual (INV/K) sobre o nível de investimento futuro da empresa brasileira (colunas 1 a 4). No entanto, observa-se uma relação negativa linear e quadrática entre o investimento futuro e o investimento atual moderado pela qualidade da governança corporativa [(IQGC)*(INV/K) e (IQGC)*(INV/K)²] (colunas 3 e 4), indicando que nas empresas com maior qualidade da governança corporativa a persistência dos investimentos é menor. Ademais, a inclusão da variável q de Tobin no modelo (colunas 2 e 4) corrobora a importância das oportunidades de crescimento (q) para o nível de investimento da empresa brasileira conforme sugerido pela literatura (CRISÓSTOMO; LÓPEZ-ITURRIAGA; GONZÁLEZ, 2014b).

4.3 Dimensões da governança corporativa e restrição financeira

A fim de verificar se há dimensões de governança corporativa com mais, ou menos, potencial para contribuir para a redução de restrições financeiras da empresa brasileira, estimou-se modelos alternativos da Equação 2, substituindo-se o IQGC por cada uma das sete dimensões da governança corporativa que foram analisadas na pesquisa. Os resultados destas estimações estão reportados na Tabela 3. No Painel A são apresentadas as estimações baseadas na equação de Euler, e no Painel B foi incluída a variável q de Tobin entre as variáveis explicativas.

Os resultados apresentados no Painel A e no Painel B (Tabela 3) são consistentes, e indicam que há duas dimensões de práticas de governança corporativa com maior relevância para redução de restrições financeiras da empresa brasileira: composição do conselho de administração (DGC1) (coluna 1) e práticas da diretoria executiva (DGC4) (coluna 4). As evidências sugerem que estes dois conjuntos de práticas de governança corporativa têm um efeito favorável à mitigação de restrições financeiras de forma equivalente àquele observado para o índice de qualidade da governança corporativa.

Tabela 3 – Investimento, financiamento e dimensões da governança corporativa

PAINEL A – SEM Q DE TOBIN							
Variáveis explicativas	Variável dependente: (INV/K) _{i,t+1}						
	(1) DGC1	(2) DGC2	(3) DGC3	(4) DGC4	(5) DGC5	(6) DGC6	(7) DGC7
(INV/K) _{i,t}	0,1014	0,3964**	0,0573	0,4856***	0,1957**	0,2541***	0,3552*
(INV/K) ² _{i,t}	0,3240	-0,4986	0,2956	0,0866	0,0361	0,4225*	0,9419**
(Y/K) _{i,t}	0,0792**	-0,0082	0,0573	0,0107	-0,0147	-0,0024	-0,0436
(FC/K) _{i,t}	0,3070	0,0174	-0,7128	-0,2318	0,2028	0,1900	-0,0811
(D/K) _{i,t}	-0,6011**	-0,0984	0,0135	-0,3857*	0,1765	-0,0214	-0,0277
(D/K) ² _{i,t}	0,3320*	0,0306	-0,0541	0,2327	-0,1202	0,0041	0,0018
(DGC)*(INV/K) _{i,t}	0,1362	-0,3320	0,1395	-0,5340**	-0,1275	-0,2426	-0,2475
(DGC)*(INV/K) ² _{i,t}	-0,0637	1,1332*	0,0215	0,3932	1,2843	-0,3353	-0,8668
(DGC)*(Y/K) _{i,t}	-0,1653**	-0,0015	-0,0849*	-0,0272	0,0330	-0,0160	0,0490
(DGC)*(FC/K) _{i,t}	-0,0965	0,3548	1,2471*	0,7898	0,2225	0,1720	0,4763
(DGC)*(D/K) _{i,t}	1,3356**	0,2343	0,0907	0,7276**	-0,3617	0,3434	0,1946
(DGC)*(D/K) ² _{i,t}	-0,7625**	-0,1117	-2,39e-05	-0,4496**	0,2421	-0,2032	-0,1065
Observações	1.142	1.142	1.142	1.142	1.142	1.142	1.142
Empresas	124	124	124	124	124	124	124
Teste Wald (χ^2)	378,99***	383,71***	375,46***	384,27***	374,31***	371,53***	383,04***

PAINEL B – COM Q DE TOBIN							
Variáveis explicativas	Variável dependente: (INV/K) _{i,t+1}						
	(1) DGC1	(2) DGC2	(3) DGC3	(4) DGC4	(5) DGC5	(6) DGC6	(7) DGC7
(INV/K) _{i,t}	0,1049	0,4043**	0,0626	0,5110***	0,1970**	0,2520***	0,3639*
(INV/K) ² _{i,t}	0,2958	-0,4724	0,3130	0,0906	0,0372	0,3984*	0,9839**
(Q) _{i,t}	0,0205**	0,0172**	0,0201**	0,0220**	0,0190**	0,0199**	0,0219**
(Y/K) _{i,t}	0,0824**	-0,0044	0,0607	0,0150	-0,0131	0,0002	-0,0467
(FC/K) _{i,t}	0,2578	0,0926	-0,6169	-0,2073	0,1623	0,1475	-0,0036
(D/K) _{i,t}	-0,5375*	-0,1273	0,0256	-0,3868*	0,2105	0,0089	0,0004
(D/K) ² _{i,t}	0,2890	0,0538	-0,0630	0,2370	-0,1379*	-0,0120	-0,0121
(DGC)*(INV/K) _{i,t}	0,1289	-0,3435	0,1304	-0,5785***	-0,1378	-0,2396	-0,2619
(DGC)*(INV/K) ² _{i,t}	-0,0470	1,0819	-0,0165	0,3670	1,2120	-0,3076	-0,9440
(DGC)*(Y/K) _{i,t}	-0,1720**	-0,0070	-0,0899*	-0,0342	0,0262	-0,0246	0,0529
(DGC)*(FC/K) _{i,t}	-0,0898	0,1959	1,0684	0,6658	0,2196	0,1612	0,3072
(DGC)*(D/K) _{i,t}	1,2658**	0,3076	0,1077	0,7820**	-0,3894	0,3419	0,1918
(DGC)*(D/K) ² _{i,t}	-0,7018**	-0,1579	-3,09e-05	-0,4793**	0,2658	-0,1940	-0,1054
Observações	1.142	1.142	1.142	1.142	1.142	1.142	1.142
Empresas	124	124	124	124	124	124	124
Teste Wald (χ^2)	386,76***	389,04***	382,64***	393,06***	380,94***	378,83***	391,83***

Variável dependente: investimento do ano seguinte (INV/K)_{i,t+1}

Variáveis explicativas: investimento atual (INV/K)_{i,t}, investimento atual ao quadrado (INV/K)²_{i,t}, fluxo de caixa (FC/K)_{i,t}, output (Y/K)_{i,t}, dívida (D/K)_{i,t}, dívida ao quadrado (D/K)²_{i,t}, q de Tobin (q)_{i,t} e dimensões da governança corporativa (DGC)

Dimensões da governança corporativa: composição do conselho (DGC1)_{i,t}, práticas do conselho de administração (DGC2)_{i,t}, direito das ações e circulação das ações (DGC3)_{i,t}, práticas da diretoria executiva (DGC4)_{i,t}, assembleia geral ordinária (DGC5)_{i,t}, fiscalização (conselho fiscal e comitê de auditoria) (DGC6)_{i,t} e transparência (DGC7)_{i,t}.

Níveis de significância: * < 0,1; ** < 0,05 e *** < 0,01.

Observa-se efeito moderador positivo das dimensões da governança corporativa relativas à composição do conselho de administração e às práticas da diretoria executiva sobre a relação entre endividamento e investimento. A relação quadrática entre investimento e endividamento (D/K)² também é moderada pela composição do conselho de administração e por práticas de governança corporativa relativas à diretoria executiva, uma vez que o coeficiente das variáveis interativa [(DGC)*(D/K)²] apresenta relação negativa quando analisadas estas duas dimensões.

4.4 Discussão dos resultados

A Teoria *Pecking order* defende a existência de uma hierarquia de preferência por fontes de financiamento por parte das empresas, de modo que os gestores preferem os recursos internos para financiar os investimentos empresariais e, como segunda opção, recorrem aos recursos externos (dívida ou emissão de ações) (MYERS; MAJLUF, 1984). Essa hierarquia decorre dos custos associados a essas fontes de financiamento, especialmente os custos que surgem da assimetria informacional entre gestores e investidores. Essa assimetria informacional eleva o custo para a obtenção de financiamento externo, o que faz com que a estrutura de capital das empresas para financiar seus investimentos seja baseada em uma hierarquia de fontes de recursos (MYERS, 2001).

O uso de recursos internos para financiar investimentos e a dificuldade em acessar fundos externos caracteriza uma situação de restrição financeira, o que pode levar ao subinvestimento. Como forma de facilitar o acesso das empresas ao financiamento externo, a literatura propõe que a governança corporativa é capaz de melhorar a comunicação entre a empresa e o mercado de financiamento, e assim, reduzir os custos associados à obtenção de fontes externas para financiar o investimento empresarial.

Corroborando a primeira hipótese desta pesquisa, os achados reportados na Tabela 2 confirmam que as empresas brasileiras encaram uma situação de restrição financeira, o que pode ser observado pela sensibilidade positiva do investimento ao fluxo de caixa. Esse resultado permanece após a inclusão da variável q de Tobin controlando os investimentos, conforme corrobora Crisóstomo, López-Iturriaga e González (2014b) e Makina e Wale (2016). Diversos estudos apontam que a sensibilidade positiva do investimento ao fluxo de caixa é um forte indício de que as empresas enfrentam restrições para financiar seus projetos de investimento com recursos externos (CRISÓSTOMO; LÓPEZ-ITURRIAGA; GONZÁLEZ, 2014a; 2014b; MAKINA; WALE, 2016; BRAGIONI; SANTOS, 2018).

O Brasil, apesar do avanço dos mercados de capitais e a estabilização da economia, relacionados à reforma bancária e a liberalização do mercado externo, ainda é caracterizado pela fraca proteção aos investidores minoritários e aos credores e a alta concentração de propriedade, o que pode favorecer a restrição financeira (CRISÓSTOMO; LÓPEZ-ITURRIAGA; GONZÁLEZ, 2014a). Desse modo, as características institucionais do mercado brasileiro podem estar contribuindo com a restrição financeira enfrentada pelas empresas.

A literatura aponta que a governança corporativa é capaz de reduzir a assimetria informacional e os custos de agência entre *insiders* e investidores externos, facilitando o acesso ao financiamento externo (CLAESSENS; YURTOGLU, 2013). Derivada desta proposição, a Hipótese 2 levantada foi de que a governança corporativa reduz a restrição financeira enfrentada pela empresa brasileira. Os resultados desta pesquisa vão ao encontro desta hipótese, ao revelar efeito moderador positivo do nível de adoção de práticas de governança corporativa sobre a relação entre nível de investimento e dívida. Assim, pode-se considerar que as práticas de governança corporativa implantadas pela empresa têm a capacidade de facilitar o acesso ao financiamento externo, conforme apontado pela literatura (FONSECA; SILVEIRA, 2016).

Dentre as sete dimensões da governança corporativa analisadas, observou-se que dois conjuntos de práticas são os principais responsáveis pelo efeito moderador positivo da governança corporativa sobre a relação entre investimento e dívida: composição do conselho de administração e práticas da diretoria executiva. As práticas relativas à composição do conselho de administração dizem respeito ao percentual de membros externos, independentes, minoritários e do gênero feminino no conselho de administração, além da ausência de dualidade do CEO. No âmbito das empresas brasileiras a literatura tem sugerido que as características do conselho de administração, especialmente no que diz respeito à sua composição, exercem influência na redução da assimetria informacional entre os agentes externos e a empresa (SILVA; CUNHA, 2019). Ademais, um conselho de administração independente eleva seu

poder de monitoramento sobre gestores e acionistas controladores, o que contribui para a redução dos conflitos de agência (BRANDÃO et al., 2019).

As práticas da diretoria executiva estão relacionadas a mandato, remuneração variável, remuneração baseada em ações, avaliação e participação feminina da diretoria executiva. No Brasil, em que os mercados são caracterizados pela alta concentração de propriedade, era esperado que a diretoria executiva não reduzisse a restrição financeira da empresa brasileira, uma vez que essa característica é algo relacionado aos mercados com baixa concentração de propriedade (BRANDÃO; CRISÓSTOMO, 2015). A predominância de conflitos entre acionistas controladores e minoritários não exclui a existência de potenciais conflitos de agência entre gestores e acionistas (LEI, LIN; WEI, 2013). Neste sentido, os resultados sugerem que o acesso a financiamento externo é facilitado quando as empresas brasileiras implementam práticas de incentivo gerencial, indicando que investidores externos consideram estas práticas relevantes para o alinhamento dos interesses dos executivos com os interesses da organização.

O teste *u* realizado aponta ainda para a presença de uma relação não-monotônica entre as variáveis dívida linear e não-linear e o investimento quando moderadas pelo índice de qualidade da governança corporativa. Esse resultado está alinhado com a literatura na medida em que sugere que a dívida exerce um efeito positivo sobre o investimento até um certo ponto, após o qual passa a prejudicar o nível do investimento empresarial. Embora muitas vezes o financiamento externo seja o principal fator que torna o investimento possível, o excesso de dívida pode ser prejudicial para a política de investimento da empresa, pois uma dívida muito alta eleva os riscos de inadimplência e o custo de financiamento (GEBAUER; SETZER; WESTPHAL, 2018; GUEVARA et al., 2021).

5 CONCLUSÃO

Este trabalho objetivou examinar se a governança corporativa, enquanto mecanismo capaz de reduzir a assimetria informacional e os conflitos de agência entre empresa e mercado, pode ser um fator redutor da possível restrição financeira enfrentada pelas empresas brasileiras. Os resultados indicam que, de fato, há uma dependência do investimento ao fluxo de caixa das empresas brasileiras, o que sinaliza dificuldade de acesso a fontes externas por parte destas empresas para financiar seus projetos de investimento. A qualidade da governança corporativa, por sua vez, mostrou-se relevante para reduzir a restrição financeira das empresas brasileiras, ao contribuir para a relação positiva entre investimento e endividamento. Adicionalmente, verificou-se que a composição do conselho de administração e os mecanismos de incentivo da diretoria executiva parecem ser as dimensões da governança corporativa mais importantes neste processo de redução de restrição financeira, e que o excesso de dívida pode ser prejudicial para o investimento empresarial, mesmo nas empresas com qualidade da governança corporativa superior.

Os achados da pesquisa sugerem que o sistema interno de governança corporativa bem estruturado traz resultados positivos para a empresa brasileira, como argumentado teoricamente, em função de seu potencial para redução de assimetria informacional e de conflitos de agência. No caso em tela, observou-se que há práticas de governança capazes de potencializar a capacidade de financiamento através de dívida, o que é relevante do ponto de vista micro e macroeconômico.

Em termos teóricos, a pesquisa corrobora a Teoria *Pecking order*, uma vez que a empresa brasileira prioriza o uso de recursos internos para financiar investimento. Outra contribuição teórica aponta para a capacidade dos mecanismos internos de governança corporativa de reduzir a situação de restrição financeira enfrentada pelas empresas, em especial em mercados emergentes, que historicamente apresentam baixa eficácia dos mecanismos externos de governança corporativa.

No campo prático, a pesquisa destaca a o papel da adoção de boas práticas de governança corporativa pelas empresas brasileiras, como caminho para melhorar o acesso ao mercado de crédito e, conseqüentemente, elevar o nível de investimento empresarial. Por fim, o trabalho mostrou que pode haver áreas, ou dimensões, do sistema interno de governança das empresas brasileiras que são naus levados em conta pelo mercado de crédito (composição do conselho de administração e práticas da diretoria executiva). Neste sentido, as empresas devem buscar analisar as práticas a serem implementadas, a fim de que maximizar a eficácia de seu sistema de governança corporativa, evitando gastos com implementação e manutenção com práticas de governança corporativa desnecessárias.

Futuras pesquisas podem estudar o efeito de outros mecanismos internos e externos de governança corporativa sobre a relação entre as políticas de investimento e financiamento das empresas. Pesquisas que comparem dois ou mais mercados podem sinalizar se características do ambiente institucional afetam a relação entre governança corporativa e restrição financeira. Além disso, a ampliação da amostra do estudo, a partir da inclusão de empresas estabelecidas em diferentes contextos institucionais, como empresas fora do mercado de bolsa, contribuirão para uma análise mais completa do mercado brasileiro.

REFERÊNCIAS

AHIADORME, J. W.; GYEKE-DAKO, A.; ABOR, J. Y. Debt holdings and investment cash flow sensitivity of listed firms. **International Journal of Emerging Markets**, v. 13, n. 5, p. 943-958, 2018.

AKERLOF, G. A. The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970.

ASHBAUGH-SKAIFE, H.; COLLINS, D. W.; LAFOND, R. The effects of corporate governance on firms' credit ratings. **Journal of Accounting and Economics**, v. 42, n. 1-2, p. 203-243, 2006.

BAH, R.; DUMONTIER, P. R&D intensity and corporate financial policy: some international evidence. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 28, n. 5-6, p. 671-692, 2001.

BASTOS, D. D.; NAKAMURA, W. T.; BASSO, L. F. C. Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas na América Latina: um estudo empírico considerando fatores macroeconômicos e institucionais. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 10, n. 6, p. 47-77, 2009.

BEVAN, A. A.; DANBOLT, J. Capital structure and its determinants in the UK - a decompositional analysis. **Applied Financial Economics**, v. 12, n. 3, p. 159-170, 2002.

BOLTON, P.; WANG, N.; YANG, J. Investment under uncertainty with financial constraints. **Journal of Economic Theory**, v. 184, p. 104912, 2019.

BOND, S.; MEGHIR, C. Dynamic investment models and the firm's financial policy. **The Review of Economic Studies**, v. 61, n. 2, p. 197-222, 1994.

BRAGIONI, C. A.; SANTOS, D. F. L. Restrição financeira e a sensibilidade do fluxo de caixa das empresas brasileiras. **Estudios Gerenciales**, v. 34, n. 149, p. 373-384, 2018.

BRANDÃO, I. F. et al. Composição do conselho de administração e sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho de mercado. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 30, n. 79, p. 28-41, 18, 2019.

BRANDÃO, I. F.; CRISÓSTOMO, V. L. Concentração de propriedade e qualidade da governança da empresa brasileira. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 13, n. 3, p. 438-469, 2015.

CAIXA DE PREVIDÊNCIA DOS FUNCIONÁRIOS DO BANCO DO BRASIL - PREVI. **Código PREVI de melhores práticas de governança corporativa**. 2. ed. Rio de Janeiro: PREVI, 2012.

CARPENTER, R. E.; PETERSEN, B. C. Capital market imperfections, high-tech investment, and new equity financing. **The Economic Journal**, v. 112, n. 477, p. 54-72, 2002.

CLAESSENS, S.; YURTOGLU, B. B. Corporate governance in emerging markets: a survey. **Emerging Markets Review**, v. 15, p. 1-33, 2013.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**. Rio de Janeiro: CVM, 2002.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 22, n. 55, p. 45-63, 2011.

CRISÓSTOMO, V. L.; LÓPEZ-ITURRIAGA, F. J.; GONZÁLEZ, E. V. Nonfinancial companies as large shareholders alleviate financial constraints of Brazilian firm. **Emerging Markets Review**, v. 18, p. 62-77, 2014a.

CRISÓSTOMO, V. L.; LÓPEZ-ITURRIAGA, F. J.; GONZÁLEZ, E. V. Financial constraints for investment in Brazil. **International Journal of Managerial Finance**, v. 10, n. 1, p. 73-92, 2014b.

CRISÓSTOMO, V. L.; PINHEIRO, B. G. Estrutura de capital e concentração de propriedade da empresa brasileira. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 4, n. 1, p. 1-30, 2015.

DEGRYSE, H.; DE JONG, A. Investment and internal finance: asymmetric information or managerial discretion? **International Journal of Industrial Organization**, v. 24, n. 1, p. 125-147, 2006.

DEMARZO, P. M.; FISHMAN, M. J.; HE, Z.; WANG, N. Dynamic agency and the q theory of investment. **Journal of Finance**, v. 67, n. 6, p. 2295-2340, 2012.

DEY, A. Corporate governance and agency conflicts. **Journal of Accounting Research**, v. 46, n. 5, p. 1143-1181, 2008.

ELLOUZE, D.; CHERIF, W. Corporate governance and investment cash-flow sensitivity: evidence from Tunisia. **Afro-Asian Journal of Finance and Accounting**, v. 10, n. 2, p. 168-183, 2020.

FAZZARI, S. M.; HUBBARD, R. G.; PETERSEN, B. C. Financing constraints and corporate investment. **Brookings Papers on Economic Activity**, v. 1988, n. 1, p. 141-206, 1988.

FONSECA, C. V. C.; SILVEIRA, R. L. F. Governança corporativa e custo de capital de terceiros: evidências entre empresas brasileiras de capital aberto. **Revista Eletrônica de Administração**, v. 83, n. 1, p. 106-133, 2016.

FRANCIS, B.; HASAN, I.; SONG, L.; WAISMAN, M. Corporate governance and investment-cash flow sensitivity: evidence from emerging markets. **Emerging Markets Review**, v. 15, p. 57-71, 2013.

GEBAUER, S.; SETZER, R.; WESTPHAL, A. Corporate debt and investment: a firm-level analysis for stressed euro area countries. **Journal of International Money and Finance**, v. 86, p. 112-130, 2018.

GUEVARA, J. F.; MAUDOS, J.; SALVADOR, C. Effects of the degree of financial constraint and excessive indebtedness on firms' investment decisions. **Journal of International Money and Finance**, v. 110, p. 102288, 2021.

HARON, R. Capital structure inconclusiveness: evidence from Malaysia, Thailand and Singapore. **International Journal of Managerial Finance**, v. 10, n. 1, p. 23-38, 2014.

HART, O. **Firms, contracts and financial structure**. 1. ed. London: Oxford University Press, 1995.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5. ed. São Paulo, IBGC: 2015. Disponível em: <https://conhecimento.ibgc.org.br/Lists/Publicacoes/Attachments/21138/Publicacao-IBGCCodigo-CodigodasMelhoresPraticasdeGC-5aEdicao.pdf>. Acesso em: 08 maio 2020.

JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **The American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 323-329, 1986.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Law and finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Legal determinants of external finance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 3, p. 1131-1150, 1997.

LEI, Q.; LIN, B.; WEI, M. Types of agency cost, corporate governance and liquidity. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 32, n. 3, p. 147-172, 2013.

LYANDRES, E. Costly external financing, investment timing, and investment–cash flow sensitivity. **Journal of Corporate Finance**, v. 13, n. 5, p. 959-980, 2007.

MAKINA, D.; WALE, L. E. The source of investment cash flow sensitivity in manufacturing firms: Is it asymmetric information or agency costs? **South African Journal of Economic and Management Sciences**, v. 19, n. 3, p. 388-399, 2016.

MENDONÇA, F. F. P.; MARTINS, H. C.; TERRA, P. R. S. Estrutura de capital e mecanismos de governança externos à firma: uma análise multipaís. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 23, n. 6, p. 765-785, 2019.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The cost of capital, corporate finance and the theory of investment. **The American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-275, 1958.

- MOYEN, N. Investment–cash flow sensitivities: constrained versus unconstrained firms. **The Journal of Finance**, v. 59, n. 5, p. 2061-2092, 2004.
- MYERS, S. C. Capital structure. **The Journal of Economic Perspectives**, v. 15, n. 2, p. 81-102, 2001.
- MYERS, S. C. The capital structure puzzle. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 575-592, 1984.
- MYERS, S. C.; MAJLUF, N. 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.
- PINHEIRO, B. G.; VASCONCELOS, A. C.; DE LUCA, M. M. M.; CRISÓSTOMO, V. L. Estrutura de capital e governança corporativa nas empresas listadas na BM&FBovespa. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 11, n. 4, p. 451-466, 2017.
- PORTAL, M. T.; ZANI, J.; SILVA, C. E. S. Fricções financeiras e a substituição entre fundos internos e externos em companhias brasileiras de capital aberto. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 23, n. 58, p. 19-32, 2012.
- REFAKAR, M.; RAVAONOROHANTA, N. The effectiveness of governance mechanisms in emerging markets: a review. **Corporate Ownership & Control**, v. 17, n. 3, p. 8-26, 2020.
- SENGUPTA, P. Corporate disclosure quality and the cost of debt. **The Accounting Review**, v. 73, n. 4, p. 459-474, 1998.
- SILVA, A.; CUNHA, P. R. Influência das características do conselho de administração na assimetria informacional de empresas. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 16, n. 39, p. 24-43, 2019.
- SILVA, B. A. O.; CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. Governança corporativa e sensibilidade investimento-fluxo de caixa no Brasil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 17, n. 2, p. 72-86, 2019.
- SILVEIRA, A. D. M.; PEROBELLI, F. F. C.; BARROS, L. A. B. C. Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 12, n. 3, p. 763-788, 2008.
- SPRENGER, C.; LAZAREVA, O. Corporate governance and investment-cash flow sensitivity: evidence from Russian unlisted firms. **Journal of Comparative Economics**, 2021.
- STEIN, J. C. Agency, information and corporate investment. *In*: CONSTANTINIDES, G. M.; HARRIS, M.; STULZ, R. M. (ed.). **Handbook of the economics of finance: corporate finance**. 1. ed. North Holland: Elsevier, 2003. p. 111-163.