

# **O IMPACTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NAS DECISÕES DE FINANCIAMENTO: UMA ANÁLISE EMPÍRICA NAS EMPRESAS LISTADAS NA B3**

## **1 INTRODUÇÃO**

A Governança Corporativa (GC) tem despertado crescente interesse acadêmico dos pesquisadores pelo fato de incluir a dimensão política, além da gestão tradicional, nas decisões empresariais (OLSSON; KRUGER, 2021). Esse tema tem sido amplamente estudado em finanças, sendo seus mecanismos considerados adequados para alinhar objetivos organizacionais e buscar soluções para possíveis conflitos entre gestores e acionistas, logo, compreender seus princípios e diferentes mecanismos torna-se relevante, uma vez que eles podem impactar o desempenho financeiro das empresas, além de influenciar aspectos como investimentos em inovação e estrutura de capital (MARTUCHELI, 2023).

Neste contexto, de acordo com Silveira, Perobelli e Barros (2008), a GC possui uma causalidade de mão-dupla com a estrutura de capital e pode ser delineada como fator determinante, na medida em que a Governança Corporativa pode tanto influenciar, como também ser influenciada por essa estrutura. Essa relação é compreendida como os meios com que uma empresa financia suas operações, a qual pode ser formada por diferentes fontes de capital, sendo estas capital próprio e o capital de terceiros (NETO; LIMA, 2025).

A literatura existente sobre a relação entre governança corporativa e estrutura de capital apresenta contribuições significativas, destacando-se estudos como os de Silveira, Perobelli e Barros (2008), que demonstram a influência das práticas de governança na alavancagem financeira, e Vieira *et al.* (2011), que analisam seu impacto no desempenho e na estrutura de capital de empresas listadas na Bovespa. Além disso, Zaid *et al.* (2020) exploram o papel moderador da diversidade de gênero nessas relações, enquanto Martucheli (2023) investiga a interação entre governança, inovação e desempenho financeiro.

O presente estudo diferencia-se, portanto, por abordar de forma mais granular a relação entre Governança Corporativa e endividamento, por meio de um modelo econométrico detalhado que incorpora variáveis como alavancagem total, tamanho da empresa, rentabilidade, idade, valor de mercado, quantidade de ações, passivo circulante e não circulante, a relação de preço por valor patrimonial por ação, crises (entre os anos 2008-2009; 2014-2016; 2020-2022), e como principal dependente, os *scores* de governança corporativa. O problema central consiste em verificar se empresas com melhores práticas de Governança Corporativa possuem menor proporção de dívida em sua estrutura de capital. Para isso, foram analisadas 103 empresas brasileiras listadas na B3 entre 2004 e 2024, utilizando dados da Economatica e LSEG Data & Analytics, e aplicando regressão linear quantílica no R Studio. Os resultados mostram que empresas com baixa alavancagem tendem a apresentar maiores níveis de Governança Corporativa, enquanto nas de média e alta alavancagem a governança não exerce influência significativa.

## **2 REFERENCIAL TEÓRICO**

### **2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA E INDICADORES ESG**

A Governança Corporativa consiste em um sistema composto por regras, princípios, estruturas e processos que dirigem as organizações e as monitoram, buscando gerar valor sustentável tanto para elas, como também para seus sócios e sociedade em geral, contribuindo de maneira positiva para a sociedade e, inclusive, para o meio ambiente (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA - IBGC, 2023). Diante disso, a GC se

refere então a um conjunto de práticas que visa otimizar o desempenho de uma organização, fazendo com que os investidores, credores e empregados fiquem protegidos e, dessa forma, tornando mais fácil o acesso ao capital (SILVA, 2023).

A *London Stock Exchange Group* - LSEG (2025) apresenta as pontuações ESG, as quais medem de forma transparente e objetiva o desempenho, comprometimento e a eficácia ESG relativos de uma empresa, baseados em dados públicos, sendo estas agrupadas em três pilares: ambiental, social e governança corporativa. Os dados quanto às pontuações padronizadas de Governança Corporativa variam de 0 a 100 através dos indicadores desenvolvidos pela LSEG. As Pontuações LSEG ESG, quando isoladas, avaliam o desempenho ambiental, social e de governança de inúmeras empresas listadas em bolsa.

## 2.2 RELAÇÃO ENTRE GOVERNANÇA CORPORATIVA E ALAVANCAGEM FINANCEIRA

A Segunda Guerra Mundial marcou fortemente o mercado financeiro do Brasil com o surgimento das sociedades de crédito, financiamento e investimento baseados na Europa e América do Norte, os quais incentivaram financiamentos de bens duráveis e capital de giro com maiores prazos (FILHO, 2006). Nesse contexto, forma-se a estrutura de capital dentro de uma organização, a qual, segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2007) é representada pelas proporções do financiamento da empresa com capital de terceiros e capital próprio, podendo ser definida como o conjunto dos títulos usados para financiar as atividades empresariais. Existe uma vasta literatura na área avaliando essa relação, dentre eles o de Silveira, Parobelli e Barros (2008), que investigam a influência das práticas de governança corporativa das empresas sobre sua situação e estrutura no mercado de capitais, destacando-os como determinantes positivos sobre a alavancagem financeira e o de Ripamonti e Kayo (2016), que analisam a influência dos níveis de Governança no desenvolvimento de capital das empresas de capital aberto, evidenciando uma positiva representação das práticas de GC nas decisões entre dívidas e capital próprio.

## 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A metodologia adotada objetiva investigar a relação entre alavancagem financeira e Governança Corporativa, mensurando a influência das práticas de GC no endividamento das empresas brasileiras de capital aberto. O estudo apresenta característica descritiva, por expor a relação entre os fenômenos analisados, e quantitativa, por utilizar informações numéricas e técnicas estatísticas aplicadas ao contexto empresarial (MERRIAM; TISDELL, 2016).

Os dados foram coletados no período de 2004 a 2024, a partir das bases Economática, para as informações financeiras, e LSEG Data & Analytics, para os scores de governança. A amostra contempla exclusivamente empresas listadas na B3, totalizando 103 companhias analisadas após aplicação de filtros específicos.

A adoção de um modelo econométrico de dados da seguinte pesquisa representa o controle sobre os efeitos para empresas e anos, de forma a mitigar vieses não observáveis relacionadas a características específicas de cada firma, e investigar, como principal propósito, os determinantes de alavancagem das empresas. Segue o modelo econométrico utilizado, o qual corresponde a um modelo de regressão quantílica:

$$Q_{\tau}(\text{ala\_fin}_i | X_i) = \beta_{0,\tau} + \beta_{1,\tau} \cdot \text{gov}_i + \beta_{2,\tau} \cdot \text{tamanho}_i + \beta_{3,\tau} \cdot \text{rent\_at}_i + \beta_{4,\tau} \cdot \text{p\_vpa}_i + \beta_{5,\tau} \cdot \text{idade}_i + \beta_{6,\tau} \cdot \text{qtd\_acoes}_i + \beta_{7,\tau} \cdot \text{valor\_mercado}_i + \beta_{8,\tau} \cdot \text{pas\_cir}_i + \beta_{9,\tau} \cdot \text{pas\_no\_cir}_i + \beta_{10,\tau} \cdot \text{crise}_i + \epsilon_{i,\tau} \quad (1)$$

Vale salientar que, embora modelos de regressão linear (OLS) tenham sido inicialmente considerados, análises diagnósticas indicaram heterocedasticidade e presença de outliers na variável dependente, além de possíveis variações nos efeitos das variáveis independentes ao longo de sua distribuição. Por isso, optou-se pela regressão quantílica, que permite estimar efeitos em diferentes quantis, oferecendo maior robustez e capturando heterogeneidade nos impactos que um modelo linear convencional não detectaria.

Diante disso, para avaliar se a Governança Corporativa influencia a alavancagem financeira de uma empresa, foram testadas as seguintes hipóteses:

H0:  $\beta_1 \text{ GOV}(\tau) = 0$  para todos  $\tau \in (0,1)$  (A governança corporativa não tem efeito significativo sobre a alavancagem financeira em nenhum nível de endividamento).

H1:  $\beta_1 \text{ GOV}(\tau) \neq 0$  para algum  $\tau \in (0,1)$  (A governança corporativa afeta significativamente a alavancagem financeira em pelo menos um nível de endividamento).

### 3 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Os resultados obtidos são apresentados na Tabela 1, a qual mostra os coeficientes estimados  $\beta$  e seus respectivos níveis de significância estatística para os três quantis analisados ( $\tau = 0,25; 0,50; 0,75$ ).

Tabela 1 - Resultados das regressões quantílicas

Variáveis	Quantil 0,25	Quantil 0,5	Quantil 0,75
(Intercept)	1,0341	-0,2720	-1,3455
governance_pillar_score	0,0105***	0,0024	-0,0007
tamanho	-0,0464	0,0955**	0,1979**
rent_at	0,0400***	0,0068	-0,0105
p_vpa	-0,0190	0,1069***	0,2080***
idade	0,0009	-0,0023	-0,0038
qtd_acoes	-0,0000000491*	-0,0000000348	-0,0000000701*
valor_mercado	0,0000000058***	-0,0000000035	-0,0000000082***
pas_cir	-0,0000000254**	0,0000000227**	0,0000000567**
pas_no_cir	0,0000000013	-0,0000000024	-0,0000000061*
crise	0,1732**	0,1269**	0,3242**

Legenda: \*  $p < 0,1$  | \*\*  $p < 0,05$  | \*\*\*  $p < 0,01$

Fonte: Elaborado pelos autores a partir dos dados da Refinitiv e Economática, 2025.

Com base nos resultados da Tabela 1, verifica-se que a variável “ pilar de governança corporativa ” mostra-se estatisticamente significativa apenas no quantil 0,25, sendo esta significativa ao nível de 1% ( $p\text{-valor} < 0,01$ ). No entanto, nos demais quantis, tal variável não apresentou significância, pois o  $p\text{-valor} > 0,1$ . Tendo em vista isso, rejeita-se a hipótese nula ( $H_0$ ), uma vez que se constatou que, no quantil 0,25, a Governança Corporativa apresenta um

efeito positivo e altamente significativo ( $\beta = 0,0105$ ;  $p < 0,01$ ) sobre a alavancagem financeira. Isso demonstra que a Governança Corporativa afeta significativamente a alavancagem financeira em pelo menos um nível de endividamento.

Tendo em vista isso, rejeita-se a hipótese nula ( $H_0$ ), uma vez que se constatou que, no quantil 0,25, a Governança Corporativa apresenta um efeito positivo e altamente significativo ( $\beta = 0,0105$ ;  $p < 0,01$ ) sobre a alavancagem financeira. Isso demonstra que a Governança Corporativa afeta significativamente a alavancagem financeira em pelo menos um nível de endividamento.

Conclui-se, portanto, que a influência da Governança Corporativa sobre a alavancagem financeira é condicionada ao nível de endividamento das empresas. Os resultados indicam que a Governança exerce maior influência em empresas com baixos níveis de alavancagem (quantil 0,25), onde a relação é positiva: quanto maior o score de governança, maior tende a ser a alavancagem financeira. Por outro lado, para empresas com níveis medianos (quantil 0,5) ou elevados (quantil 0,75) de alavancagem, não há evidências estatísticas de que a Governança Corporativa exerça influência significativa sobre a estrutura de endividamento, uma vez que os coeficientes estimados nesses quantis não são estatisticamente significativos ( $p > 0,10$ ). Essa assimetria destaca a importância de considerar a heterogeneidade das empresas ao analisar os efeitos da governança corporativa sobre decisões financeiras.

Esse estudo corrobora com a análise estatística de Ripamonti e Kayo (2016), os quais reforçam a favorável influência dos níveis de Governança como desenvolvimento de estrutura de capital, formando uma relação virtuosa entre valor de mercado e dívidas. Esse desenvolvimento da estrutura de capital pode gerar, conseqüentemente, uma maximização dos lucros da organização (GITMAN, 1997). Além do mais, o desenvolvimento de práticas e recomendações da GC podem agir, nesse caso, na solução dos conflitos de interesses abordados por Jensen e Meckling (1976), validando que as divergências são ocasionadas por inseguranças e falhas na tomada de decisão.

#### **4 CONSIDERAÇÕES FINAIS**

Os achados do estudo demonstram que a Governança Corporativa exerce influência significativa sobre a alavancagem financeira apenas em empresas com baixo endividamento, reforçando que práticas de governança mais robustas contribuem para estruturas de capital mais equilibradas e para maior confiança por parte de investidores e credores (SILVEIRA, PAROBELLI; BARROS, 2008). Assim, a Governança Corporativa consolida-se como um elemento estratégico, não apenas para a transparência e responsabilidade corporativa, mas também para a gestão financeira sustentável das organizações e sua performance empresarial (EDWARDS; SOARES LIMA, 2013).

Dessa forma, conclui-se que práticas eficazes de Governança Corporativa não apenas contribuem para a transparência e responsabilidade corporativa, mas também influenciam diretamente a forma como as empresas se financiam, reforçando seu papel estratégico na gestão financeira e no desenvolvimento sustentável das organizações. Recomenda-se para novas pesquisas a adição de outras variáveis e a aplicação de outros modelos estatísticos concomitantes, para ampliar os resultados desta pesquisa, quanto à percepção da influência da governança corporativa, alavancagem financeira e estrutura de capital.

#### **REFERÊNCIAS**

EDWARDS, M.; SOARES, R. O.; LIMA, G. S. A Relação entre Governança Corporativa e Gerenciamento de Resultados em Empresas Brasileiras. *Revista de Contabilidade e Organizações*, São Paulo, Brasil, v. 7, n. 19, p. 27–39, 2013. Disponível em: <https://revistas.usp.br/rco/article/view/55509>. Acesso em: 10 jul. 2025.

FILHO, J. R. de T. **Mercado de Capitais Brasileiro: uma introdução**. E-book. Porto Alegre: +A Educação - Cengage Learning Brasil, 2006. p. III. ISBN 9788522108190. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9788522108190/>. Acesso em: 29 mai. 2025.

GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**. São Paulo: Harbra, 1997.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Código das melhores práticas de Governança Corporativa*. São Paulo: IBGC, 2023. Disponível em: <https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=24640&assessment=1>. Acesso em: 26 mai. 2025.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. **Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure**. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305–360, 1976. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X).

LONDON STOCK EXCHANGE GROUP. *LSEG ESG Scores*. LSEG, 2025. Disponível em: <https://www.lseg.com/en/data-analytics/sustainable-finance/esg-scores>. Acesso em: 10 jun. 2025.

MARTUCHELI, C. T. **A relação entre governança corporativa, inovação, estrutura de capital e desempenho financeiro**. 2023. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2023. Disponível em: <https://repositorio.ufmg.br/bitstream/1843/54660/3/TESE-CAMILA-MARTUCHELI-Revisada.pdf>. Acesso em: 16 mai. 2025.

MERRIAM, S. B.; TISDELL, E. J. **Qualitative research: a guide to design and implementation**. 4. ed. San Francisco: Jossey-Bass, 2016.

NETO, A. A.; LIMA, F. G. **Administração Financeira: Teoria e Prática**. 5. ed. Rio de Janeiro: Atlas, 2025. E-book. p. 469. ISBN 9786559776740. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9786559776740/>. Acesso em: 18 mai. 2025.

OLSSON, G.; KRUGER, S. D. Governança corporativa e externalidades: perspectivas sobre a agenda 2030. *Revista Eletrônica do Curso de Direito*, Santa Maria, v. 16, n. 2, p. 1–36, 2021. DOI: <10.5902/1981369439752>. Disponível em: <https://periodicos.ufsm.br/revistadireito/article/view/39752/46031>. Acesso em: 16 mai. 2025.

R: A language and environment for statistical computing. R Foundation for Statistical Computing, Vienna, Austria. URL <https://www.R-project.org/>.

RIPAMONTI, A.; KAYO, E. K. Corporate governance and capital structure in Brazil: stock, bonds and substitution. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, São Paulo, v. 17, n. 5, p. 85–109, set./out. 2016. DOI: 10.1590/1678-69712016/administracao.v17n5p85-109.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração financeira: corporate finance**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

SILVA, E. C. **Governança corporativa nas empresas: como a boa governança corporativa impulsiona valor para uma gestão empresarial de sucesso**. Rio de Janeiro: Editora Alta Books, 2023. E-book. p. 34. ISBN 9788550817880. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9788550817880/>. Acesso em: 26 mai. 2025.

SILVEIRA, A. D. M. D.; PEROBELLI, F. F. C.; BARROS, L. A. B. D. 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. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rac/a/3HnyMXPPFNJVVqBmLS8Drtg/>. Acesso em: 17 mai. 2025.

VIEIRA, K. M.; VELASQUEZ, M. D.; LOSEKANN, V. L.; CERETTA, P. S. A influência da governança corporativa no desempenho e na estrutura de capital das empresas listadas na Bovespa. **Revista Universo Contábil**, v. 7, n. 1, p. 46–67, 2011. Disponível em: <https://ojsrevista.furb.br/ojs/index.php/universocontabil/article/view/1235>. Acesso em: 16 mai. 2025.

ZAID, M. A. *et al.* Corporate governance practices and capital structure decisions: The moderating effect of gender diversity. **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**, v. 20, n. 5, p. 939–964, 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.1108/CG-11-2019-0343>. Acesso em: 16 mai. 2025.