
Governança Corporativa, *Rating* Soberano, Alavancagem e Desempenho da Firma: uma Análise em Nível Regional

Duterval Jesuka (UFU) - adm.duterval@gmail.com
Fernanda Maciel Peixoto (UFU) - fmacielpeixoto@gmail.com

Resumo:

Este estudo analisou a relação entre o *rating* soberano, a governança corporativa, a alavancagem e desempenho das empresas listadas na B3 com e sem atuação na mesorregião do Triângulo Mineiro, Alto Paranaíba (TMAP) e Sul do Goiás. Foi empregado um método de regressão com dados em painel para uma amostra de 671 empresas brasileiras listadas na Bolsa Brasil Balcão entre 2010 e 2018. Exploramos o comportamento da alavancagem e da performance das firmas que atuam na Região do Triângulo Mineiro e do Alto Paranaíba e do Sul de Goiás em relação a seus pares que não possuem atividades nessa região. A amostra foi dividida em empresas que possuem sede, ou filiais, ou subsidiárias nas mesorregiões do Triângulo Mineiro e do Alto Paranaíba e do Sul de Goiás. Os resultados mostraram que as empresas que atuam no TMAP e no Sul de Goiás são mais alavancadas quando são auditadas por pelos menos uma das quatro firmas de auditoria (Big4) e quando há presença de um *outsider* no conselho de administração, em contrapartida, a alavancagem diminui quando o conselho de administração é maior e quando há alta concentração de propriedade e controle. Em relação ao desempenho, percebeu-se que para essas companhias, o retorno sobre o ativo é influenciado positivamente pela reputação da auditoria e pela presença de *outsiders* no conselho, enquanto a dualidade das funções *CEO* e presidente do conselho influencia negativamente o Q de Tobin.

Palavras-Chaves: Governança Corporativa; Alavancagem; *Rating* Soberano; Desempenho; Regionalidade

Corporate Governance, Sovereign Rating, Leverage and Firm Performance: An Analysis at the Regional Level

Abstract:

This paper analyzed the relationship between sovereign rating, corporate governance, leverage and performance of companies listed on B3 with and without operations in the Triângulo Mineiro, Alto Paranaíba and Southern Goiás mesoregion. We used a panel data regression in a sample of 671 Brazilian companies listed on the Bolsa Brasil Balcão – B3 between 2010 and 2018. We explore the behavior of leverage and performance of firms operating in the Triângulo Mineiro and Alto Paranaíba and Sul de Goiás Region - TMAP and their peers that do not have activities in that region. The sample was divided in companies that have headquarters, branches, or subsidiaries in the mesoregions of Triângulo Mineiro, Alto Paranaíba and the south of Goiás. The results showed that companies operating in TMAP and in the south of Goiás are more leveraged when they are audited by at least one of the four auditing firms – Big4 and when there is an outsider on the board of directors, on the other hand, leverage decreases when the board of directors is large and when there is concentration of ownership and control. Regarding performance, it was noticed that for these companies, the return on assets is positively influenced by the audit's reputation and the presence of outsiders on the board, while the dual role of CEO and chairman negatively impact Tobin's Q.

Keywords: Corporate Governance; Leverage; Sovereign Rating; Performance; regionality.

Governança Corporativa, *Rating* Soberano, Alavancagem e Desempenho da Firma: uma Análise em Nível Regional

1. Introdução

Myers (1977) destaca que a determinação de uma estrutura de capital capaz de agregar valor à empresa e ao mesmo tempo aumentar a riqueza dos acionistas depende da forma pela qual os gestores combinam o capital próprio e de terceiros, assim como a adoção de práticas gerenciais adequadas para melhorar o desempenho da firma. Neste contexto, vários autores estudam os determinantes da estrutura de capital (Cordeiro Filho et al., 2018; Harris & Raviv, 1991).

À luz das lacunas existentes na teoria da firma, Jensen e Meckling (1976) analisaram o conflito de interesses entre acionistas, credores e gestores para desenvolver a teoria da estrutura de propriedade, abordando os custos de agência incorridos pelas empresas em razão da presença de capital de terceiros na estrutura de capital. A governança corporativa (GC) tornou-se uma peça fundamental para investigar como as práticas gerenciais podem mitigar os conflitos de interesses entre o principal e o agente, acionistas e credores e a expropriação do direito dos acionistas minoritários pelos controladores.

De modo geral, observa-se que a governança corporativa trata os principais temas relacionados à estrutura de propriedade e controle, compensação aos gestores composição do conselho de administração; proteção ao acionista minoritário e divulgação das informações (Consoni et al., 2017; Mendonça & Terra, 2017).

Evidências da literatura abordam a relação entre a governança corporativa *versus* alavancagem (Jiraporn et al., 2012; Kieschnick & Moussawi, 2018), governança corporativa *versus* desempenho (Buallay et al., 2017; Pamplona et al., 2017). Detthamronga et al. (2017) investigaram a influência de sete mecanismos de GC e da alavancagem financeira no desempenho das empresas na Tailândia, e não encontraram uma associação entre a GC e o desempenho das companhias, porém a alavancagem afetou positivamente o desempenho. Tais autores investigaram a forma pela qual os mecanismos de governança podem mitigar os conflitos de agência entre as partes interessadas.

As evidências empíricas apontam que empresas que adotam melhores práticas de governança corporativa apresentam melhor performance (Fonseca et al., 2016; Pinheiro et al., 2017). Apesar de ser bastante explorado na literatura, ainda existem lacunas a serem esclarecidas nessa relação. White (2010) destacam que fatores externos, tais como as condições macroeconômicas que não são controlados pelos gestores podem ter implicações nas firmas. Neste aspecto, vários estudos investigam os efeitos de indicadores macroeconômicos e do *rating* soberano sobre o desempenho e o endividamento das firmas (Kizildag et al., 2016; Jesuka et al., 2021).

Além dos fatores internos e externos que são pouco explorados nessa relação, percebe-se uma carência de estudos a nível regional que tratam dos mesmos aspectos, considerando as particularidades de cada região brasileira. Nos últimos anos, observa-se que o Brasil passou por várias mudanças na classificação de risco pelas agências de *rating*, e isso tem causado impactos significativos no mercado brasileiro conforme apontado pelo relatório financeiro do Banco Central publicado em 2017. Considerando este contexto de instabilidade econômica que levou ao rebaixamento do *rating* do país, pergunta-se: Qual a relação entre a governança corporativa, *rating* soberano, alavancagem e o desempenho das empresas brasileiras listadas na B3 com e sem atuação na mesorregião do TMAP e Sul do Goiás? Dessa forma, este trabalho tem o

objetivo de analisar a relação entre o *rating* soberano, a governança corporativa, a alavancagem e desempenho das empresas listadas na B3 com e sem atuação na mesorregião do TMAP e Sul do Goiás.

Não foi encontrado no Brasil nenhum estudo com esta abordagem regional sobre a mesma temática. O estudo de Lu et al. (2009) serviu de inspiração no que tange à regionalidade, pois trouxe uma análise da governança corporativa e da internacionalização subdividida entre as regiões da China. Os autores encontraram diferenças significativas entre as firmas que possuem negócios nas regiões costeiras e no centro do país, ressaltando que a dimensão regional influencia significativamente as estratégias de governança para aumentar a exportação. Lu et al. (2009) apresentam indícios de que há necessidade de considerar o impacto do nível regional, e orienta que futuras pesquisas verifiquem se existem essas diferenças de governança no Brasil. Dessa forma, o presente trabalho buscou investigar a relação entre a governança corporativa, a alavancagem e o desempenho das companhias que possuem atividades nas mesorregiões delineadas pelo Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Uberlândia que engloba o Triângulo Mineiro e o Alto Paranaíba e o Sul de Goiás.

2 Referencial Teórico

2.1 Efeitos da governança corporativa sobre a alavancagem

Com o avanço da globalização e o crescimento dos mercados, os indivíduos estão cada vez mais investindo seus recursos sem ter garantias de que os gestores trabalham pelos seus interesses. Neste contexto, estudos empíricos abordam o surgimento e a evolução de práticas de governança corporativa (Leal et al., 2015). Na literatura financeira, os pesquisadores investigam os mecanismos de governança como estrutura de propriedade e controle, composição do conselho, transparência, remuneração dos gestores e proteção aos acionistas minoritários (Buallay et al., 2017; Consoni et al., 2017; Mendonça & Terra, 2017).

Mendonça e Terra (2017) destacam que os mecanismos de governança corporativa que são usados como instrumento para alinhar os interesses dos acionistas e gestores podem afetar o endividamento e o desempenho da firma. Com isso, são observados vários estudos empíricos sobre a relação entre governança corporativa, estrutura de capital e desempenho (Detthamronga et al., 2017; Kieschnick & Moussawi, 2018; Paniagua et al., 2018; Pillai & Al-Malkawi, 2018).

Na literatura seminal de finanças, era comum o entendimento de que os custos de agência influenciavam a escolha da estrutura de capital das empresas. A alavancagem financeira tem sido usada em diversas pesquisas para investigar a relação entre a estrutura de capital e a governança corporativa (Jiraporn & Gleason, 2012).

Jiraporn et al. (2012) utilizaram os padrões de governança corporativa da *Institutional Shareholder Services* (ISS) para investigar a relação entre a qualidade da GC e a estrutura de capital das empresas que adotam a ISS no período 2001-2004, utilizando o método dos mínimos quadrados de dois estágios (2SLS) para controlar a endogeneidade. Encontraram que empresas que adotam práticas de governança mais fracas são mais alavancadas.

Fonseca et al. (2016) constataram que a adesão aos níveis diferenciados de GC da BM&F Bovespa afeta positivamente a alavancagem das firmas. Por sua vez, Silva et al. (2010) encontraram uma associação negativa entre a GC e o endividamento, e ressaltam que a adoção das práticas de GC aumenta o valor das firmas do setor elétrico e as incentivam a priorizar recursos internos para financiar seus investimentos. Sob a mesma linha, Silva et al. (2007) analisaram a relação entre a GC e a estrutura de capital em 176 companhias do setor manufatureiro, e observaram um efeito negativo da composição do conselho no endividamento

quando o presidente do conselho é um *outsider*, e um efeito positivo nos casos em que o CEO tem participação nos lucros.

Essas evidências mostram que a adoção de práticas de governança corporativa pode influenciar a alavancagem da firma. Fonseca et al. (2016) e Jiraporn et al. (2012) mostram que a governança corporativa afeta positivamente a alavancagem. Lu et al. (2009) mostraram que a dimensão regional pode trazer diferenças significativas no comportamento das firmas. Neste contexto, o presente estudo supõe as seguintes hipóteses:

H1: Há uma relação positiva entre a governança corporativa e a alavancagem das empresas que atuam nas regiões do Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba e no Sul de Goiás.

2.2 Efeitos da governança corporativa sobre o desempenho

Jensen e Meckling (1976) ressaltam que as firmas procuram uma estrutura que minimize os custos de agência e aumenta a performance. Evidências empíricas mostram que a adoção de boas práticas de governança corporativa afeta positivamente o desempenho das companhias (Catapan et al., 2013; Paniagua et al., 2018; Pillai & Al-Malkawi, 2018).

Em uma amostra de 349 companhias listadas nas bolsas de valores dos países membros do conselho do golfo, Pillai e Al-Malkawi (2018) utilizaram o método dos Mínimos Quadrados Generalizados (MGQ), e encontraram um impacto significativo dos mecanismos de GC como participação governamental, reputação da auditoria e do tamanho do conselho no desempenho das empresas.

Catapan et al. (2013) investigaram essa relação, porém, não encontraram efeito significativo dos mecanismos de governança no desempenho das empresas listadas na BM&F Bovespa. Dal Vesco e Beuren (2016) utilizam o retorno sobre patrimônio e o Q de Tobin, para estudar a relação entre o desempenho e a composição do conselho de 1163 firmas brasileiras. Os autores constataram que nenhuma das variáveis do conselho influenciou o Q de Tobin, porém, apresentaram indícios de uma relação negativa entre independência do conselho, dualidade do CEO, presença de conselheiros profissionais, *outsider* e *board interlocking* no desempenho das firmas medido pelo retorno sobre o patrimônio. Para explorar os efeitos da regionalidade nessa relação, espera-se uma relação conforme destacado nas hipóteses seguintes: **H2:** Há uma relação positiva entre a governança corporativa e o desempenho das empresas que atuam nas regiões do Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba e no Sul de Goiás;

2.3 Os efeitos do *rating* soberano sobre a alavancagem e o desempenho

A globalização ampliou a expansão de capital de terceiros no sistema financeiro internacional, facilitando a conexão entre investidores e empresas. Segundo Mokhova e Zinecker (2013) as firmas estão sujeitas a mudanças do ambiente externo caracterizado pelas condições macroeconômicas e de mercado (inflação, taxa de juros, crescimento do PIB, disponibilidade de crédito e do *rating*).

Cantor e Packer (1996) ressaltam que as agências de *rating* se consolidaram no cenário global na produção e divulgação da qualidade do crédito de empresas e estados soberanos. White (2010) destacou que elas se baseiam em metodologias próprias para atribuir uma nota em uma escala que reflete a capacidade e o desejo de um credor em honrar seus compromissos a tempo e também seu grau de risco de inadimplência. Mais de 100 anos após o seu surgimento, Standard & Poor's (S&P), Moody's Investors e Fitch Rating se destacaram e se firmaram no sistema financeiro internacional como as principais entidades de classificação de risco.

Para auxiliar os investidores na escolha de países para investir seus recursos as agências de *rating* avaliam o grau de risco de estados soberanos considerando fatores macroeconômicos

que refletem a estabilidade econômica, política e social para determinar a capacidade e o desejo dos credores em honrar suas obrigações. Geralmente o *rating* soberano é considerado como um determinante do risco país usado para definir o custo de capital e o prêmio de risco pelas instituições financeiras no mercado internacional (Chee et al., 2015). Apesar de se tornar um fator determinante das condições macroeconômicas dos estados, poucos estudos abordam as implicações do *rating* soberano nas firmas (Mokhova & Zinecker, 2013; Brandão et al., 2016; Jesuka et al., 2021).

Mokhova e Zinecker (2013) investigam a relação entre alavancagem, o desempenho e o *rating* soberano emitido pela Moody's e a Standard & Poor's em 369 empresas localizadas na República Tcheca, Eslovênia, Polônia e Hungria no período 2005 a 2011. Os autores descobriram que as características do país e da empresa influenciam a relação entre a estrutura de capital, o desempenho e o *rating* soberano. Jesuka et al. (2021) analisaram os efeitos de indicadores macroeconômicos e do *rating* soberano sobre o desempenho das empresas Latino Americanas no período de 2010 e 2018. Os autores encontraram que o *rating* soberano influencia positivamente a performance das empresas.

No Brasil, Brandão et al. (2016) analisaram os impactos do *rating* soberano no desempenho das ações das empresas estatais brasileiras listadas na B3. Os autores descobriram que uma alta (*upgrade*) ou uma baixa (*downgrade*) no *rating* do país influencia o retorno das empresas, entretanto, ao considerar o retorno anormal acumulado, perceberam que o anúncio de *downgrade* influencia fortemente o mercado de capitais.

Os autores mostram que o *rating* soberano é um fator importante que influencia o desempenho e o endividamento das empresas e deve ser considerado no processo decisório das empresas, uma vez que elas estão sujeitas aos impactos da classificação de risco das agências de *rating*. Ressalta-se que a escassez de estudos que abordam as implicações do *rating* soberano nas empresas em nível regional limita as inferências das características regionais nesta pesquisa. Entretanto, a partir de Lu et al. (2009) permite-se inferir que quando as empresas vivem as mesmas condições macroeconômicas e políticas do país, é provável que haja diferenças nas estratégias adotadas pelos gestores em função de sua localização geográfica. Neste contexto, espera-se verificar se há diferenças significativas na influência do *rating* soberano do Brasil na alavancagem e no desempenho das firmas com e sem atuação no TMAP. Assim sendo, formulou-se as seguintes hipóteses:

H3a: A melhoria do *rating* soberano do Brasil influencia positivamente a alavancagem das empresas que atuam nas regiões do Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba e no Sul de Goiás;

H3b: A melhoria do *rating* soberano do Brasil influencia positivamente o desempenho das empresas que atuam nas regiões do Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba e no Sul de Goiás.

2.4 A implicação regional: Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba e o Sul de Goiás

O interesse pelo desenvolvimento econômico regional não é um assunto novo na literatura. As consequências da segunda guerra mundial e as crises subsequentes levantaram o interesse das nações em busca de instrumentos que permitissem resolver os problemas de desigualdade econômica existentes entre e dentro das nações (Diniz, 2001; Nasser, 2000). A elaboração de políticas públicas, assim como a criação de entidades e mecanismos de políticas regionais foram as alternativas encontradas pelos líderes norte americanos e europeus para a homogeneização territorial do desenvolvimento econômico.

Macedo e Porto (2018) ressaltam que o desequilíbrio do desenvolvimento econômico também era uma das preocupações dos governos brasileiros, que precisavam resolver o problema da desigualdade na distribuição de renda em um país com essa dimensão continental.

Este contexto de desigualdade econômico-regional também foi observado no estado de Minas Gerais, e foi objeto de estudos realizados em perspectivas diferentes (Cardoso & Ribeiro, 2015; Guimarães, 2010; Oliveira, 2017). A desigualdade do crescimento econômico no estado foi caracterizada pela concentração das políticas públicas de desenvolvimento na capital mineira e nas cidades localizadas nas redondezas, enquanto as regiões norte e sudeste foram desprezadas pelos governos que não adotaram políticas para incentivar os investimentos naquelas áreas (Diniz & Boschi, 2002).

O esforço para corrigir esta situação não partiu do processo de combate à desigualdade econômica elaborado pelo próprio Estado. Como exemplo, pode-se considerar a região do Triângulo Mineiro que devido a sua posição estratégica foi beneficiada pelo plano de desenvolvimento poligonal do Brasil evidenciado por Diniz (1993) que visava expandir o crescimento industrial para a macrorregião limitada pelo centro de Minas Gerais, pelo nordeste do Rio Grande do Sul e pelo interior de São Paulo.

A mesorregião do Triângulo Mineiro e do Alto Paranaíba (TMAP) foi emancipada em um contexto histórico em o que o governo federal preconizava suas políticas de desconcentração industrial da grande São Paulo (Guimarães, 2010). De acordo com Diniz e Boschi (2002) a expansão das infraestruturas ferroviárias, rodoviárias e aeroportuárias dentro dos esforços de interligar os grandes centros industriais do Sudeste com a nova capital brasileira e as demais áreas áridas foram vantajosas para a mesorregião do TMAP que se beneficiou dessa política nacional em razão de sua posição estratégica e do seu potencial econômico. Além de incentivos fiscais oferecidos pelos governos para impulsionar o desenvolvimento industrial nas mesorregiões, essa movimentação permitiu a valorização do potencial agropecuário, que levou a implantação de várias empresas de produção e de transformação industriais principalmente nas cidades de Uberaba, Uberlândia e de Araguari (Diniz & Boschi, 2002; Guimarães, 2010).

As políticas de desenvolvimento regional adotadas pelos governos, permitiu que a mesorregião do TMAP destacasse o seu protagonismo como a segunda área mais importante economicamente do estado. Sua proximidade com os estados de São Paulo e de Goiás e o Distrito Federal permitiu que ela se tornasse um ponto estratégico em termo de logística e de comércio. Analisando a evolução do Produto Interno Bruto (PIB) de Minas Gerais entre 2002 e 2014, Oliveira (2017) mostra que em média a mesorregião apresentou um crescimento do PIB maior do que o próprio estado e do Brasil no período, e a mesma contribuiu fortemente para o desenvolvimento econômico de Minas Gerais e do país. Cardoso e Ribeiro (2015) mostram que depois da região metropolitana de Belo Horizonte, os municípios do TMAP apresentam melhor índice de qualidade de vida, ao se considerar aspectos como acesso a serviços públicos, saúde, lazer, cultura, infraestrutura social, condições habitacionais e desigualdade de renda.

3. Metodologia

3.1 Amostra e Fonte de Dados

Utilizou-se uma amostra de 671 empresas brasileiras não financeiras listadas na B3 no período de 2010 a 2018. Para estudar o nível regional, a amostra foi dividida em duas sub-amostras. Isso foi feito por meio da pesquisa no sítio eletrônico de cada uma das 671 firmas para verificar se elas possuíam negócios no Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba e no Sul de Goiás. O critério de verificação consistiu na firma manter pelo menos uma sede e/ou uma loja, uma planta, um subsídio ou um representante nas regiões citadas. Chegou-se então a duas sub-amostras: a primeira composta por 116 companhias com qualquer tipo de relação no TMAP e Sul de Goiás e a segunda composta por 555 companhias sem nenhum tipo de atividade nas mesorregiões de interesse.

A escolha do período, se deve ao fato de que as companhias começaram a adotar os padrões da *International Financial Reporting Standards* (IFRS) em seus relatórios financeiros a partir de 2010. Além disso, observa-se que o *rating* soberano do Brasil passou por várias mudanças nesse intervalo de tempo. As informações financeiras foram extraídas da base de dados Economática®. O tratamento dos dados envolveu a exclusão das empresas financeiras e de seguros devido às suas particularidades contábeis. Os dados sobre a governança corporativa foram levantados manualmente por meio dos Formulários de Referência divulgados pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Os dados sobre o *rating* soberano do Brasil emitidos pela Standards & Poor, Fitch Rating e Moody's Investor, foram extraídos do site do Tesouro Direto do Brasil.

3.2 Variáveis do Estudo

Para testar as hipóteses da pesquisa, assim como Detthamronga et al. (2017) escolheu-se alavancagem financeira, retorno sobre ativo o Q de Tobin como variáveis dependentes. A Tabela 1 apresenta a descrição das variáveis independentes e de controle consideradas nesta pesquisa.

Tabela 1. Resumo das variáveis do estudo.

Varáveis	Sigla	Mensuração	Sinal Esperado	Estudo base
Dependentes				
Desempenho	ROA	Lucro líquido /Ativo Total		Cordeiro Filho et al. (2018); Detthamronga et al. (2017)
	Q_Tobin	(Valor de Mercado +Dívida Total) /Ativo Total		Paniagua et al. (2018)
Alavancagem Financeira	ALAV	Dívida Total/Ativo Total		Cordeiro Filho et al, 2018; Detthamronga et al. (2017)
Independentes				
Rating Soberano	RATS	Classificações emitidas pelas três agências de rating	+	Chen et. al. (2013); Chen et al. (2016)
Tamanho do Conselho	TAM_C	O número de membros no conselho de administração.	-	Paniagua et al. (2018)
Independência do conselho	INDE	Proporção de conselheiros independentes no conselho de administração	+	Paniagua et al. (2018),
Reputação da auditoria	REPU	Dummy, assume o valor 1 se a auditoria é KPMG/Deloitte /PriceWaterHouse/ Ernst & Young e 0 caso contrário	+	Detthamronga et al. (2017)
Concentração de propriedade e controle	CONC	A proporção de ações ordinárias detidas pelos três maiores acionistas	+	Chen et. al. (2013)
Dualidade CEO	DUAL	Variável Dummy, assume 1 se o CEO é também o presidente do conselho, 0 caso contrário	-	Detthamronga et al. (2017)
Profissionais	PROF	Diferença entre a proporção de diretores independentes e a proporção de outsiders	+	Lefort e Urzia (2008); Del Vesco e Beuren (2016)
Outsider	OUT	OUT = (1- (conselheiros não eleitos pelo acionista controlador / total de conselheiros))	-	Lefort e Urzia (2008); Dal Vesco e Beuren (2016)
Controle				
Tamanho da firma	TAM	Logaritmo do Ativo total	-	Chen et al. (2013)
Idade	IDA	Idade da Firma	+	Detthamronga et al. (2017)

Tangibilidade	TANG	Imobilizado/Ativo total	+	Cordeiro Filho et al, (2018); Margaritis e Psillaki (2010)
Market-to-Book	MTB	Valor de Mercado da empresa/ patrimônio líquido.	+	Detthamronga et al. (2017)
Investimento	CAPEX	Despesas de Capital defasadas em 1 ano/ Ativo Total	+	Detthamronga et al. (2017); Chen et al. (2013)
Liquidez Corrente	LC	Ativo Circulante/Passivo Circulante	-	Detthamronga et al. (2017)
Liquidez de Caixa	LIQ	EBITDA/Ativo Total	- /+	Paniagua et al. (2018)

Fonte: Elaborado pelos autores (2022).

3.3 Modelo Econométrico

Seguindo Detthamronga et al. (2017), foi usado o método de regressão com dados em painel para estimar os modelos econométricos. Para atingir os objetivos da pesquisa, em um primeiro momento, analisou-se a relação com a alavancagem financeira (ALAV) como variável dependente conforme expresso na equação 1.

$$ALAV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOV_{i,t} + \beta_2 RATS_{k,t} + \beta_3 CONT_{i,t} + n_i + v_t + \mu_{it} \quad (1)$$

Em que $ALAV_{i,t}$ representa a alavancagem financeira da firma i no tempo t ; $GOV_{i,t}$ representa o conjunto das variáveis de governança corporativa para a firma i no tempo t ; $RATS_{B,t}$: o *rating* soberano do Brasil no tempo t ; $CONT_{i,t}$ todas variáveis de controle consideradas no estudo para cada firma i no tempo t conforme destacado na Tabela 1; n_i é o efeito individual da firma; v_t efeito do tempo e μ_{it} o termo erro estocástico. Em seguida, para investigar a relação entre governança corporativa, alavancagem, *rating* soberano e desempenho considerou-se o retorno sobre ativo e o Q de Tobin como variáveis dependentes, conforme destacado na equação 2.

$$Desemp_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOV_{i,t} + \beta_2 RATS_{B,t} + \beta_4 CONTV_{i,t} + n_i + v_t + \mu_{it} \quad (2)$$

Em que: $Desemp_{i,t}$ representa o desempenho da firma i no tempo t ; n_i é o efeito individual da firma; v_t efeito do tempo e μ_{it} o termo erro estocástico.

Para verificar problemas de multicolinearidade, foi realizado o teste VIF (*Variance Inflation Factor*), os resultados para regressões registraram valores inferiores a 10, indicando ausência do problema de multicolinearidade. Foram realizados os testes de Breush-Pagan, Chow e Hausman para encontrar o modelo adequado para executar as regressões. Os resultados confirmaram que o efeito fixo é o melhor modelo. Também, foram feitos os testes de Wooldridge e de Wald para verificar problemas de autocorrelação e de heterocedasticidade. Não foi encontrado problema de autocorrelação, porém, houve presença de heterocedasticidade para as regressões com alavancagem e o retorno sobre ativo, para corrigir este problema, as regressões foram executadas utilizando o erro padrão robusto de White.

4. Resultados

4.1 Estatística descritiva

A Tabela 2 apresenta a estatística descritiva das sub-amostras. Como pode-se observar, para as variáveis de desempenho, as empresas que atuam no TMAP e no Sul de Goiás registraram em média retorno sobre ativo e Q de Tobin iguais a 6,64%, e 1,13 respectivamente, enquanto isso, elas possuem uma alavancagem média de 13,9%. Para as firmas que não são ativas nas mesorregiões, observou-se em média um ROA e um Q de Tobin iguais a 0,70% e

0,91 nesta ordem, e a alavancagem das mesmas foi de 11,93%. Esses resultados evidenciam que a média da rentabilidade e da alavancagem das 116 empresas que, dentre outras regiões, desenvolvem atividades também na região do TMAP e no Sul de Goiás é maior do que a média da rentabilidade e alavancagem das outras 555 empresas que não desenvolvem nenhuma atividade no TMAP e no Sul de Goiás.

Ressalta-se, no entanto, que esta diferença não indica, necessariamente, que ao desenvolver atividades na região do TMAP e no Sul de Goiás as empresas se tornam mais rentáveis e mais alavancadas. Essa diferença na rentabilidade e na alavancagem pode estar associada ao fato de que, estas 116 empresas tornaram-se tão rentáveis e alavancadas que expandiram ao ponto de também possuírem atuação no TMAP e no Sul de Goiás. São evidências explicando que o melhor crescimento econômico nessas regiões apontados por Guimarães (2010) é um reflexo do bom desempenho das firmas que nelas atuam.

No que diz respeito as variáveis de governança corporativa, percebe-se que a média de membros presentes no conselho de administração é de 7, sendo que aproximadamente 2 membros são independentes, em 14,3% o diretor presidente (CEO) é também o presidente do conselho, 33,8% possuem um *outsider* e 34,1% de conselheiros profissionais no conselho administração. Em média, os relatórios financeiros de 65,7% das companhias são auditados pelo menos por uma das quatro maiores firmas de auditoria e 55,65% das ações são controladas pelos três maiores acionistas. A média de 11,8 do *rating* soberano indica que essas empresas também estavam expostas a percepção de risco de inadimplência do Brasil diante dos investidores nacionais e internacionais.

Tabela 2. Estatística descritiva das empresas ativas e não ativas no TMAP e do Sul de Goiás

Variável	Empresas ativas nas Mesorregiões			Empresas não ativas nas Mesorregiões		
	Obs.	Média	Dev. Padrão	Obs.	Média	Dev. Padrão
ROA	671	0,0664	0,0904	2319	0,0070	0,1815
Q_TOBIN	626	1,135	0,889	1588	0,91237	0,7606
ALAV	672	0,139	0,217	2321	0,1193	0,2978
TAM F	672	14,86	1,810	2322	13,3283	3,0636
IDA	822	14,72	9,700	3860	17,6050	8,9679
TANG	672	0,218	0,189	2322	0,2247	0,2584
MTB	589	2,429	2,062	1366	1,7446	1,5736
CAPEX	603	0,0525	0,0511	1985	0,0465	0,0557
LC	672	1,958	1,427	2307	2,1174	2,2054
LIQ	652	0,0982	0,0941	2119	0,0232	0,1786
RATS	920	11,88	1,213	4440	11,8750	1,2128
CONC	661	55,65	22,01	2233	71,0560	23,9042
TAM_C	664	7,288	2,544	2125	5,9496	2,6466
IND_C	664	1,974	1,877	2126	0,9624	1,4813
REPU	896	0,657	0,475	4152	0,3695	0,4827
DUA_CEO	664	0,143	0,350	2126	0,2408	0,4277
OUT	660	0,338	0,379	2117	0,2433	0,3194
PROF	537	0,341	0,541	1903	0,1758	0,3846

Fonte: Resultados da pesquisa (2022).

Para as empresas que não são ativas no TMAP e no Sul de Goiás, em média o tamanho do conselho é de aproximadamente 6 membros, sendo que pelo menos 1 membro é independente, em 24,08% há dualidade das funções *CEO* e presidente do conselho de

administração, 24,33% possuem um *outsider* e 17,58% são membros profissionais no conselho. Em média 71,05% das ações são concentradas nas mãos dos três maiores acionistas e os relatórios financeiros de 36,95% são auditadas por pelo menos umas das maiores firmas de auditoria. De modo geral, pode-se observar que as companhias que possuem atividades nas mesorregiões do TMAP e do Sul de Goiás são mais avançadas na adoção de boas práticas de governança corporativa em relação aquelas que não são ativas.

4.2 Análise dos Resultados

A Tabela 3 apresenta os resultados das regressões para a relação entre a governança corporativa, o *rating* soberano, a alavancagem e o desempenho para as empresas que atuam nas mesorregiões do Triângulo Mineiro e do Alto Paranaíba e do Sul de Goiás, assim como aquelas que não possuem plantas nem subsídios nem representantes e lojas na região. Como pode-se observar, nas regressões da segunda e terceira coluna são incluídas a variáveis explicativas (GC e o *rating* soberano) e as variáveis de controle para investigar a relação com a alavancagem financeira como variável dependente. Paralelamente, verificou-se as influências no desempenho das firmas nas colunas 4 e 5 com o retorno sobre ativo e o Q de Tobin nas colunas 6 e 7 como variáveis dependentes. Foi inserido a alavancagem como variável independente para observar como ela se comporta nessa relação.

Para as companhias que não possuem atividades na região, na coluna 3 (outras) percebe-se que das variáveis dependentes somente o tamanho do conselho administração e a independência do conselho que apresentaram relação estatisticamente significativa com a alavancagem. O *rating* soberano por sua vez impacta positivamente o endividamento dessas firmas a nível de 5%, indicando que quanto melhor a classificação de risco do Brasil na escala das agências, elas são mais alavancadas.

Tabela 3. Efeitos da governança corporativa e do *rating* soberano sobre a alavancagem e o desempenho

Variáveis do Estudo	Alavancagem		Retorno Sobre Ativo		Q de Tobin	
	TMAP	Outras	TMAP	Outras	TMAP	Outras
TAM_C	-0,0073* (0,0177)	0,0073** (0,0200)	0,0003 (0,0121)	-0,002*** (0,0345)	0,0387*** (0,0011)	-0,0013 (0,006)
IND_C	0,0003 (0,0006)	0,0137*** (0,0268)	-0,0002 (0,0040)	3,9405 (0,060)	0,0154 (0,0020)	0,0038 (0,0010)
REPU	0,0435** (0,0226)	0,0016 (0,0010)	0,0047* (0,0186)	0,004*** (0,0261)	0,2116*** (0,0501)	0,1930*** (0,0300)
CON_C	-0,004*** (0,0281)	0,0006** (0,0125)	-7,021 (0,0820)	-0,001*** (0,0315)	-0,0027** (0,001)	0,0010* (0,001)
DUA_CEO	-0,0024 (0,0017)	-0,0372 (0,122)	-0,0047* (0,0169)	-0,004*** (0,0187)	-0,0587 (0,006)	-0,0047 (0,029)
OUT	0,0402** (0,0242)	-0,0221 (0,0078)	0,0078*** (0,0350)	0,0119*** (0,0320)	-0,356*** (0,0710)	-0,1324** (0,0060)
PROF	-0,0076 (0,0135)	0,0063 (0,0027)	0,0005 (0,0027)	0,0025*** (0,0312)	0,2687*** (0,0514)	0,0160* (0,0100)
TAM_F	0,0260*** (0,0351)	0,0247*** (0,0362)	-0,0011 (0,0149)	0,0016** (0,0246)	-0,075*** (0,013)	-0,0247** (0,011)
IDA	-0,004*** (0,0674)	-7,6805 (0,1300)	1,5905 (0,1700)	-0,0002** (0,0217)	-0,010*** (0,003)	-0,005*** (0,001)
TANG	0,187*** (0,0574)	0,0926*** (0,0472)	-0,065*** (0,1195)	-0,023*** (0,1027)	0,1585 (0,0103)	-0,0750 (0,0470)
MTB	-0,018*** (0,0443)	-0,0075** (0,0245)	0,0008*** (0,0381)	0,0010* (0,0169)	0,3159*** (0,015)	0,2629*** (0,0160)

CAPEX	0,268** (0,0219)	0,415*** (0,3140)	-0,108*** (0,5390)	-0,066*** (0,0260)	1,3722*** (0,507)	0,9506*** (0,1850)
LC	-0,075*** (0,02061)	-0,0648*** (0,0277)	0,0015*** (0,385)	0,0030*** (0,363)	-0,0068 (0,0300)	0,0576*** (0,0100)
LIQ	-0,205 (0,161)	-0,0798 (0,0101)	0,938*** (0,080)	0,949*** (0,0671)	1,2726*** (0,4400)	1,4215*** (0,2200)
RATS	-0,0019 (0,0056)	0,0050** (0,0218)	0,0027*** (0,0634)	0,0019*** (0,0294)	0,0133 (0,016)	0,0170*** (0,006)
Cons.	0,0163 (0,0651)	-0,242** (0,0318)	-0,0304** (0,0129)	-0,047*** (0,0033)	1,0252*** (0,179)	0,5012*** (0,129)
Observações	413	989	413	989	413	989
Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Sector	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Breusch-Pagan	367,39***	1666,73***	286,84***	806,22***	350,27***	646,91***
Wald	12,45***	24,97***	20,51***	74,31***	13,91***	11,00***
Hausman	74,31***	104,72***	74,15***	201,72***	21,10***	103,29***

Nota: *, **, *** Indicam nível de significância a 10%, 5% e 1% respectivamente. TMAP: representa a amostra para as empresas do Triângulo Mineiro, Alto Paranaíba e Sul de Goiás. Outras: Empresas não presente na região. Em negrito: coeficientes significantes.

Fonte: Resultados da pesquisa (2022).

A partir das evidências empíricas encontradas pode-se inferir que para as empresas que possuem plantas ou subsídios ou representantes ou lojas nas mesorregiões do Triângulo Mineiro e do Alto Paranaíba e do sul de Goiás, ter suas contas auditadas por uma das quatro maiores firmas de auditoria no mundo e manter um conselheiro *outsider* no conselho de administração são fatores que podem oferecer oportunidade para se alavancar no mercado financeiro. Chen, et al. (2016) destacam que quando as companhias são auditadas por entidades respeitadas no mercado, consegue gerar confiança aos credores em razão da fidedignidade das informações contábeis divulgadas, reduzindo assim os problemas de assimetria de informação. Quanto a presença de um *outsider* no conselho Lefort e Urzúa (2008) ressaltam que ele assume um papel importante na redução dos problemas de agência entre os acionistas e gestores.

Para as companhias não ativas nas mesorregiões de interesse, o tamanho e a independência do conselho são fatores que elevam o endividamento, resultados que corroboram com os trabalhos de Ghouma et al. (2018) em estudo realizado no Canadá. A relação positiva entre o *rating* soberano e a alavancagem indica que para essas empresas, diante de uma perspectiva de aumento da qualidade de risco do Brasil pelas agências, elas aproveitam desta oportunidade do mercado para elevar o nível de endividamento. Assim como Jiraporn et al. (2012) estima-se que uma melhoria no *rating* soberano gera a confiança dos investidores que passaram a investir mais, aumentando a disponibilidade de recursos no mercado financeiro, o que em consequência leva as firmas a se endividarem mais, como é defendido pelos teóricos do *Market Timing*. Se este cenário é favorável para essas companhias, o mesmo não é significativo para aquelas que atuam ativamente nas regiões analisadas neste trabalho.

Essas evidências confirmam parcialmente as hipóteses H1 uma vez que nem todas as variáveis de governança apresentam uma relação significativa com a alavancagem. Entretanto, os impactos encontrados pelas variáveis indicam diferenças estratégicas na adoção e nos efeitos dos mecanismos de governança sobre o endividamento das firmas com atividades nas regiões e suas contrapartes. Não se pode confirmar a hipótese H3a pois não foi encontrado uma relação estatisticamente significativa entre o *rating* soberano e alavancagem para as firmas que possuem atividades no TMAP e do Sul de Goiás.

Os resultados da coluna 4 mostram que para as empresas que desenvolvem atividades nas mesorregiões do Triângulo Mineiro e do Alto Paranaíba e do Sul de Goiás, a reputação da auditoria e a presença de um *outsider* no conselho de administração influenciam o desempenho aos níveis de 10% e 1% respectivamente, enquanto a dualidade das funções *CEO* e presidente do conselho de administração o impactam negativamente em 1%. Conforme esperado o *rating* soberano se relaciona de forma positiva a nível de 1% com a performance dessas empresas. Estes achados confirmam as hipóteses H2 para as empresas do TMAP e Sul de Goiás.

Ao considerar as empresas que não são ativas nas mesorregiões na coluna 5, dentre as variáveis de governança corporativa que apresentaram uma relação positiva e significativa com o desempenho destacam-se a reputação da auditoria, a presença de um *outsider* e de um profissional no conselho de administração. Já a concentração propriedade de controle por sua vez, assim como o tamanho do conselho de administração e a dualidade *CEO/Presidente* do conselho se relacionam de forma negativa com o retorno sobre ativo dessas empresas. Ao nível de 1% o *rating* soberano impacta a performance dessas companhias, indicando que seus ativos são mais rentáveis em períodos de boa classificação da qualidade de risco do Brasil.

No que diz respeito ao desempenho de mercado, os resultados apresentados nas colunas 6 e 7 mostram que as empresas que atuam no TMAP e do Sul de Goiás são afetadas positivamente pelo tamanho do conselho de administração e negativamente pela concentração acionária que por sua vez impacta de forma positiva o Q de Tobin daquelas que não são ativas nas mesorregiões. A reputação da auditoria assim como a presença de conselheiros profissionais aumenta o Q de Tobin, enquanto a presença de conselheiros *outsiders* o reduz para ambas as sub-amostras. O *rating* soberano apresentou uma relação positiva apenas para as companhias que não possuem negócios nas mesorregiões.

Em suma, a partir dessas evidências encontradas pode-se dizer que para as empresas que possuem negócios nas mesorregiões do Triângulo Mineiro e do Alto Paranaíba e do Sul de Goiás, evitar o acúmulo dos cargos de *CEO* e presidente do conselho, ter seus relatórios contábeis sendo auditados por uma das quatro firmas de auditoria no mundo e garantir maior número possível de conselheiros *outsider* são três mecanismos de GC que podem aumentar o desempenho em períodos de aumento do *rating* do Brasil. Com isso, pode-se confirmar as H2 em que a adoção de melhores práticas de governança mostra-se um fator importante para melhorar a performance dessas companhias. Os resultados da regressão apenas confirmam a hipótese H3b para o retorno sobre ativo uma vez que foi encontrado que melhoria na qualidade do *rating* do Brasil aumenta a rentabilidade das firmas do TMAP e do Sul de Goiás.

Os principais resultados encontrados neste estudo não somente mostram as implicações do nível regional na alavancagem e no desempenho das firmas, traz à tona a importância para que tanto o governo Federal quanto estadual adote medidas que atraiam investimentos das firmas que adotem melhores práticas de governança corporativa para implementar as políticas de desenvolvimento entre as regiões. As regiões do TMAP e do Sul de Goiás são exemplos de que além da posição geoestratégica, a presença de companhias com alto nível governança e de performance pode contribuir para impulsionar o crescimento econômico e social.

4.3 Teste de Robustez

Não há dúvida de que o problema de endogeneidade é uma das preocupações dos estudos que envolvem a relação entre a governança corporativa e o desempenho das firmas, quando se considera a possibilidade de existir fatores não considerados nos modelos, além de uma relação de causalidade reversa. Várias medidas são adotadas pelos autores para tratar os efeitos de endogeneidade, dentre os quais pode-se citar a inclusão da variável dependente

defasada de um período como independente nos modelos, o uso de outros métodos de regressão entre outros (Muniandy & Hillier, 2015; Wintoki et al., 2012).

Buscando tratar possíveis problemas de endogeneidade, foi realizado um teste de robustez em que agrupamos todas as variáveis de governança corporativa em dois índices utilizando a análise de componentes principais (ACP). Para isso, em um primeiro tempo transformou-se todas as variáveis que possuem o sentido negativo com a governança (dualidade das funções CEO/ Presidente do conselho de administração, concentração acionária e outsider) de modo que “quanto maior, melhor” em relação à Governança. Uma vez transformadas, chegamos as seguintes variáveis: não dualidade entre as funções do CEO e Presidente do conselho, não concentração acionária (baixa concentração de ações pelos três maiores acionistas) e não *outsider* (maior proporção de diretores não eleitos pelos acionistas controladores).

Após a transformação das variáveis, realizou-se a análise de componentes principais incluindo as outras variáveis de governança o que levou a criação de dois índices. O primeiro índice foi nomeado “IGOV1” reflete o baixo poder de influência dos acionistas controladores no conselho, foi formado pelas variáveis independência do conselho de administração, não outsider, não concentração acionária e presença de conselheiros profissionais. O segundo índice de governança foi nomeado de “IGOV2” capta o baixo poder de entrincheiramento do CEO construído a partir das variáveis tamanho do conselho de administração, reputação da auditoria e não dualidade entre as funções do CEO e Presidente do conselho.

Os dois índices de governança corporativa obtidos (IGOV1 e IGOV2) foram incluídos nos modelos de regressão cuja a defasagem de período t-1 das variáveis dependentes foram inseridas como independentes para observar possíveis efeitos de causalidade reversa. Os autores Wintoki et al. (2012) e Muniandy e Hillier (2015) realizaram os mesmos procedimentos para tratar o problema de endogeneidade em seus estudos que também envolveram a governança corporativa e o desempenho. Os resultados do teste de robustez para a alavancagem financeira, retorno sobre ativo e o Q de Tobin são apresentados na Tabela 4.

A diferença entre as duas sub-amostras pode ser observada com o baixo poder de entrincheiramento do CEO (IGOV2) apresentando uma relação negativa com a alavancagem das empresas que atuam no TMAP e Sul de Goiás, enquanto isso, o baixo poder de influência dos controladores no conselho (IGOV1) afeta positivamente as outras firmas que não são ativas nas mesorregiões. O *rating* soberano, assim como a alavancagem do ano anterior aumentam a dívida do ano corrente, confirmando que em situação de estabilidade política e econômica as companhias aproveitam da disponibilidade de capital no mercado financeiro para se alavancar, conforme estipulado pela teoria do *Market timing* discutido por Harris & Raviv (1991).

Tabela 4. Efeitos da governança corporativa e do *rating* soberano sobre a alavancagem e o desempenho

Variáveis do Estudo	Alavancagem		Retorno Sobre Ativo		Q de Tobin	
	TMAP	OUTRAS	TMAP	OUTRAS	TMAP	OUTRAS
IGOV1	-0,001 (0,0074)	0,0062* (0,0047)	0,0046*** (0,0022)	-0,0022** (0,0019)	0,0517** (0,0624)	0,0155 (0,0098)
IGOV2	-0,0077*** (0,0067)	0,0014 (0,0052)	-0,0008 (0,0020)	-0,0037** (0,0018)	0,0493** (0,0227)	0,0334*** (0,0135)
TAM_F	0,0118 (0,0085)	0,0365*** (0,0077)	-0,0010 (0,0019)	0,0048*** (0,0021)	-0,0475** (0,0246)	-0,0253 (0,0192)
TANG	0,0867*** (0,0570)	0,049*** (0,0354)	-0,0486*** (0,0148)	-0,036*** (0,0129)	0,0839 (0,1403)	-0,0471 (0,0601)

MBV	-0,0008 (0,0056)	-0,0058 (0,006)	-0,0032* (0,0018)	-0,0053*** (0,0016)	0,2491*** (0,0423)	0,1832*** (0,0279)
CAPEX	0,1048 (0,1742)	-0,0005 (0,1170)	-0,0151 (0,0476)	-0,0101 (0,0343)	0,7034* (0,4276)	0,5682** (0,3140)
LC	-0,0440*** (0,0085)	-0,054*** (0,0058)	0,0056*** (0,0023)	0,0026 (0,0020)	0,0034 (0,267)	0,0198 (0,0124)
LIQ_CX	-0,3903** (0,1237)	-0,1765** (0,0703)	0,8503*** (0,0657)	0,8911*** (0,0638)	0,4604 (0,3944)	0,8202*** (0,2047)
RATS	0,0067*** (0,0160)	0,0023*** (0,0113)	0,0071** (0,0037)	0,0055*** (0,0029)	0,0234** (0,0666)	0,0295*** (0,0287)
DALAV	0,6014*** (0,0646)	0,413*** (0,0423)				
DROA			-0,0079 (0,0558)	0,0096 (0,0335)		
D_TobinQ					0,3277*** (0,0782)	0,3162 (0,0416) ***
Cons.	0,0509 (0,1760)	-0,3203* (0,1770)	0,1529*** (0,0572)	-0,2200*** (0,0012)	0,368*** (0,7709)	0,3863*** (0,4322)
Obs.	416	1006	416	1006	397	953
VIF	1,52	1,27	1,65	1,32	1,83	1,40
Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim

Fonte: Resultados da Pesquisa (2022).

Em relação ao desempenho, encontrou-se que o IGOV1 aumenta o retorno sobre o ativo das empresas que são ativas nas mesorregiões, porém seu impacto é negativo para as firmas que atuam ativamente nas mesorregiões. As evidências apontam que tanto o IGOV1 e o IGOV2 aumentam o valor de mercado das empresas do TMAP e do Sul de Goiás, enquanto isso somente o IGOV2 que afeta significativamente as companhias que não possuem negócios no TMAP, confirmando mais uma vez que a adoção de melhores práticas de governança pode melhorar o desempenho no mercado. Como era esperado, o *rating* soberano e a defasagem do Q de Tobin apresentam uma associação positiva com a performance no ano corrente de todas as empresas, independentemente de estarem localizadas ou não nas mesorregiões.

De modo geral os resultados confirmaram as diferenças anteriormente observadas na relação entre a governança corporativa, alavancagem e desempenho entre as empresas que atuam nas mesorregiões do Triângulo Mineiro e do Alto Paranaíba e do Sul de Goiás e aquelas que nelas, não são ativas. Além disso, permanece a percepção positiva do mercado quanto as companhias do TMAP que adotam as melhores práticas de governança que reduzem o poder dos acionistas controladores e dos diretores. Como os dois índices influenciaram negativamente o retorno sobre ativo das firmas que não são ativas nas mesorregiões, isso poderia indicar que o conflito de agência é mais intensivo nas mesmas. Com isso, este estudo corrobora com o trabalho Lu *et al.* (2009) apontando que as diferenças regionais podem ser refletidas na adoção das práticas de governança das firmas, e conseqüentemente afetar o nível de dívida e de desempenho.

4.4 Resumo do resultado das hipóteses

A Tabela 5 apresenta um resumo dos principais resultados de acordo com as hipóteses do estudo. As evidências confirmam parcialmente a hipótese H1 (Há uma relação positiva entre a governança corporativa e a alavancagem das empresas) na regressão inicial e a rejeita no teste de robustez para as empresas com atuação no TMAP e Sul de Goiás. Por outro lado, além desta

hipótese, H2 (Há uma relação positiva entre os mecanismos de governança corporativa e o desempenho das empresas) também foi confirmada para aquelas firmas que não possuem operações na região.

Tabela 5. Resumo das hipóteses

Hipóteses	Texto da hipótese	Empresa <u>com</u> Atuação na TMAP e Sul de Goiás		Empresa <u>sem</u> Atuação na TMAP e Sul de Goiás	
		Confirmada regressão inicial?	Confirmada no teste de robustez?	Confirmada regressão inicial?	Confirmada no teste de robustez?
H ₁	Há uma relação positiva entre a governança corporativa e a alavancagem das empresas.	Sim parcialmente	Rejeita	Sim	Sim
H ₂	Há uma relação positiva entre a governança corporativa e o desempenho das empresas.	Sim	Sim	Sim	Sim
H _{3a}	A melhoria do <i>rating</i> soberano do Brasil influencia positivamente a alavancagem das empresas.	Não	Sim	Sim	Sim
H _{3b}	A melhoria do <i>rating</i> soberano do Brasil influencia positivamente o desempenho das empresas.	(Sim ROA) (Não Q Tobin)	Sim	Sim	Sim

Fonte: Resultados da pesquisa (2022).

Por não apresentar uma relação estatisticamente significativa, não foi possível confirmar a hipótese H3a (A melhoria do *rating* soberano do Brasil influencia positivamente a alavancagem das empresas) para empresas com atuação na região, porém, ela foi confirmada para outra subamostra. Por fim, H3b (A melhoria do *rating* soberano do Brasil influencia positivamente o desempenho das empresas) foi confirmada para ambas as subamostras, porém não apresentou evidências para o Q de Tobin na regressão inicial.

5. Considerações Finais

Neste trabalho investigou-se os efeitos do *rating* soberano e da governança corporativa sobre a alavancagem e desempenho das empresas, considerando as implicações do nível regional, para uma amostra de 671 empresas brasileiras, no período de 2010 a 2018. Adotou-se regressão de dados em painel. As variáveis dependentes foram alavancagem, retorno sobre ativo e Q de Tobin. Foram considerados sete mecanismos de GC que envolvem a dualidade das funções entre CEO e presidente do conselho, conselheiros profissionais, conselheiros *outsiders*, reputação da auditoria, concentração de propriedade e controle, tamanho e independência do conselho de administração.

O *rating* soberano exerceu um impacto mais significativo na alavancagem de companhias que não atuam nas mesorregiões. Os períodos de boa classificação de risco do Brasil sinalizam melhores desempenhos para ambas as sub-amostras. Foi possível observar que a alavancagem das empresas que atuam no TMAP e no Sul de Goiás foi influenciada positivamente pela reputação da auditoria e a presença de conselheiro *outsider* e negativamente pelo tamanho do conselho de administração e a concentração de propriedade e controle, enquanto aquelas que

não são ativas nas mesorregiões são mais alavancadas quando o conselho é grande, e quando há mais membros independentes em sua composição.

As empresas presentes no TMAP e no Sul do Goiás são mais rentáveis quando seus relatórios são auditados por uma das quatro maiores firmas de auditoria e quando há presença de *outsider* no conselho, enquanto a dualidade do *CEO* e presidente do conselho destrói o *ROA* das mesmas. Já para as outras companhias, se o tamanho do conselho de administração, a concentração de controle, dualidade das funções de *CEO* e presidente do conselho diminuem o retorno sobre ativo, por outro lado, a reputação da auditoria, a presença de conselheiros *outsiders* e profissionais no conselho melhora o desempenho. Em relação ao Q de Tobin, as evidências apontam que nas mesorregiões consideradas neste estudo, as firmas possuem melhor desempenho de mercado pela reputação da auditoria, o tamanho do conselho e quando há presença de pelo menos um conselheiro profissional.

As evidências encontradas neste trabalho contribuem com a literatura financeira abordando fatores controlados e não controlados pelos gestores que podem influenciar a alavancagem assim como o desempenho das empresas. A partir dos resultados pode-se concluir que ter suas contas auditadas por uma das 4 firmas de auditorias e aumentar a presença de membros profissionais no conselho da administração é fundamental para validar a qualidade e a fidedignidade das informações divulgadas pelas companhias, tendo em vista minimizar os problemas de agência e da assimetria de informação. Evidenciou-se que a adoção de boas práticas de governança corporativa é favorável para a maximização do valor das firmas.

Constatou-se empiricamente que os períodos de boa classificação do risco soberano podem indicar maior nível de endividamento e de melhoria na performance das empresas em ambas as amostras. Dessa forma, contribui-se com a literatura fornecendo suporte que pode esclarecer o entendimento sobre a teoria da agência em dimensão regional.

Em termo de limitação pode-se destacar que não foi possível afastar os efeitos de aspectos oriundos das atividades das empresas em outras partes do Brasil. A dificuldade na coleta dos dados, impediu a abordagem de fatores relacionados a implicação das características regionais no endividamento e no desempenho das firmas, entretanto, foi possível explorar as diferenças significativas no comportamento distinto das empresas com e sem atuação na região do TMAP e Sul de Goiás. Em relação ao método empregado, o modelo de regressão com dados em painel pode não ter considerado alguns efeitos não observáveis na relação. Para futuras pesquisas, sugere-se experimentar outros modelos de regressão, além de investigar possíveis efeitos sobre o endividamento em longo e de curto prazo. A regionalidade poderá ser abordada de modo diferente, utilizando outros critérios para selecionar a empresas, permitindo observar os efeitos das características regionais sob outras perspectivas.

Referências

Buallay, A., Hamdan, A. & Zureigat, Q. (2017). Corporate governance and firm performance: evidence from Saudi Arabia. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 11(1), 78-98. <http://dx.doi.org/10.14453/aabfj.v11i1.6>

Cantor, R. & Packer, F. (1996). Sovereign risk assessment and agency credit ratings. *European Financial Management*, 2(2), 247-256. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.1996.tb00040.x>

Cardoso, D.F. & Ribeiro, L.C.S. (2015). Índice Relativo de Qualidade de Vida para os municípios de Minas Gerais. *Planejamento e Políticas públicas*, 45, 347-375. Recuperado de: www.ipea.gov.br/ppp/index.php/PPP/article/view/503

Chee, S. W., Fah, C. F. & Nassir, A. M. (2015). Macroeconomics Determinants of Sovereign Credit Ratings. *International Business Research*, 18(2), 42–50. <http://dx.doi.org/10.5539/ibr.v8n2p42>

Chen, S. S., Chen, H. Y., Chang, C. & Yang, S. L. (2016). The relation between sovereign credit rating revisions and economic growth. *Journal of Banking & Finance*, 64, 90-100. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.10.012>

Chen, S. S., Chen, H. Y., Chang, C. C. & Yang, S. L. (2013). How do sovereign credit rating changes affect private investment? *Journal of Banking & Finance*, 37(12), 4820-4833. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.09.002>

Catapan, A.; Colauto, R. D. & Barros, C. M. A (2013). Relação entre a Governança Corporativa e o Desempenho Econômico-Financeiro de Empresas de Capital Aberto do Brasil. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 16(2). 16-30. Recuperado de: <https://cgg.emnuvens.com.br/contabil/article/view/467>

Consoni, S., Colauto, R. D. & Lima, G. A. (2017). A divulgação voluntária e o gerenciamento de resultados contábeis: evidências no mercado de capitais brasileiro. *Revista de Contabilidade e Finanças*, 28(74), 249-263. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201703360>

Cordeiro Filho, M., Pamplona, J. B., Lucas, E. C., & Kawai, R. M. (2018). Determinantes da Estrutura de Capital no Brasil: Evidências Empíricas a partir de Dados em Painel no período entre 2010 e 2016. *Revista de Administração, Sociedade e Inovação*, 4(2), 183-203. <https://doi.org/10.20401/rasi.4.2.211>

Dal Vesco, D. & Beuren, I. M. (2016). Do the Board of Directors Composition and the Board Interlocking Influence on Performance? *Brazilian Administration Review*, 13(2), 1-26. <https://doi.org/10.1590/1807-7692bar2016160007>

Detthamrong, U., Chancharat, N. & Vithessonthi, C. (2017). Corporate governance, capital structure and firm performance: Evidence from Thailand. *Research in International Business and Finance*, 42, 689–709. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.011>

Diniz, C. C. (1993). Desenvolvimento poligonal no Brasil: nem desconcentração nem contínua polarização, *Nova Economia*, 3(1), 35-64.

Diniz, C. C. A (2001). A questão regional e as políticas governamentais no Brasil. *Working paper*, 159, 20p. Recuperado de: <https://core.ac.uk/download/pdf/6520047.pdf>

Diniz, B. P. & Boschi, R. F. (2002). *O desenvolvimento econômico e humano diferenciado das regiões do Triângulo, Alto Paranaíba e Noroeste de Minas Gerais*. In Anais do X Seminário sobre a Economia Mineira. Cedeplar, Universidade Federal de Minas Gerais.

Fonseca, C. V., Silveira, R. L. & 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>

Ghouma, H., Ben-Nasr, H. & Yan, R. (2018). Corporate governance and cost of debt financing: Empirical evidence from Canada. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 67, 138-148. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2017.06.004>

Guimarães, E. N. (2010). *Formação e desenvolvimento econômico do Triângulo Mineiro: integração nacional e consolidação regional*. EDUFU. P.254.

Harris, M. & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297-355. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x>

Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs 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)

Jesuka, D., Oliveira, R. S. & Rogers P. (2021). Sovereign Rating, Macroeconomic Indicators and Firm Performance: Evidence from Latin America. *Research on Humanities and Social Sciences*, 11(8), 46-58. DOI: 10.7176/RHSS/11-8-06

Jiraporn, P., Kim, J. C., Kim, Y. S. & Kitsabunnarat, P. (2012). Capital structure and corporate governance quality: Evidence from the Institutional Shareholder Services (ISS). *International Review of Economics and Finance*, 22(1), 208–221. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2011.10.014>

Kizildag, M., Altin, M. & Ozdemir, O. (2016). Corporate governance, ownership structure, and credit ratings of hospitality firms. *Journal of Hospitality Financial Management*, 24(1), 5-19. <https://doi.org/10.1080/10913211.2016.1166022>

Kieschnick, R. & Moussawi, R. (2018). Firm age, corporate governance, and capital structure choices. *Journal of Corporate Finance*, 48, 597–614. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.12.011>

Brandão, F. R. S., Pinto, A. C. F., Klotzle, M. C., & da Gama Silva, P. V. J. (2016). Impactos do rating soberano brasileiro sobre ações de estatais. *Revista da Faculdade de Administração e Economia*, 8(1), 209-229. <https://doi.org/10.15603/2176-9583/refae.v8n1p215-235>

Leal, R. P. C., Carvalhal, A. & Iervolino, F. (2015). One Decade of Evolution of Corporate Governance Practices in Brazil. *Ssrn*, 13(1), 134–161. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2611372>

Lefort, F. & Urzúa, F. (2008). Board independence, firm performance and ownership concentration: Evidence from Chile. *Journal of Business Research*, 61(6), 615–622. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2007.06.036>

Lu, J.; Xu, B. & Liu, X. (2009). The effects of corporate governance and institutional environments on export behaviour in emerging economies. *Management International Review*, 49(4), 455-478. <https://doi.org/10.1007/s11575-009-0004-9>

Macedo, F. C. & Porto, L. (2018). Existe uma Política Nacional de Desenvolvimento Regional no Brasil?. *Revista Brasileira de Gestão e Desenvolvimento Regional*, 14(2), 605-631. <https://doi.org/10.54399/rbgdr.v14i2.3639>

Margaritis, D. & Psillaki, M. (2010). Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of Banking and Finance*, 34(3), 621–632. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.08.023>

Mendonça, F. F. P. & Terra, P. R. S. (2017). *Estrutura de Capital e Mecanismos Externos de Governança: uma Análise Multipaís*. In: XVII Encontro Brasileiro de Finanças, Sociedade Brasileira de Finanças, Universidade Católica de Brasília, Brasília.

Muniandy, B., & Hillier, J. (2015). Board independence, investment opportunity set and performance of South African firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 35, 108-124. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2014.11.003>

Mokhova, N. & Zinecker, M. (2013). Macroeconomic factors and corporate capital structure. *Procedia Social and Behavioral Sciences*, 110, 530-540. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2013.12.897>

Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, 147-175. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)

Nasser, B. (2000). Economia regional, desigualdade regional no Brasil e o estudo dos eixos nacionais de integração e desenvolvimento. *Revista do BNDES*. 7(14), 145-178. Recuperado de: <http://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/11854>

Oliveira, A. S. (2017). Produto Interno Bruto na Mesorregião do Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba - TMAP. In: CORRÊA, V. P. (Org.). Dinâmica Socioeconômica da Mesorregião do Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba. Uberlândia: CEPES/IEUFU, 3, 61p.

Pamplona, E., Magro, C. D & Silva, T. (2017). Estrutura de capital e desempenho econômico de empresas familiares do Brasil e de Portugal. *Revista de Gestão dos Países de Língua Portuguesa*, 16(2), 38-54. <https://doi.org/10.12660/rgplp.v16n2.2017.78381>

Paniagua, J., Rivelles, R. & Sapena, R. (2018). Corporate governance and financial performance: The role of ownership and board structure. *Journal of Business Research*, 89, 229-234. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.01.060>

Pillai, R. & Al-Malkawi, H. A. (2018). On the relationship between corporate governance and firm performance: Evidence from GCC countries. *Research in International Business and Finance*, 44, 394–410. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.110>

Pinheiro, B. G., Vasconcelos, A. C., Lucca, M. M & Crisóstomo, V. L. (2017). Estrutura de Capital e Governança Corporativa na Empresas Listadas na BM&F Bovespa. *Journal of Education and Research in Accounting*, 114(5), 451-466. <http://dx.doi.org/10.17524/repec.v11i4.1706>

Silva Junior, R. R., Junqueira, L. R. & Bertucci, L. A. (2010). A relação entre a adoção das práticas da governança corporativa e a alavancagem financeira das empresas brasileiras do setor energético no ano de 2008. *Revista Gestão e Sociedade*, 3(6), 315-334. <https://doi.org/10.21171/ges.v3i6.809>

White, L. J. (2010). Markets: The Credit Rating Agencies. *Journal of Economic Perspectives*, 24(2), 211–226. <http://dx.doi.org/10.1257/jep.24.2.211>

Wintoki, M. B., Linck, J. S., & Netter, J. M. (2012). Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. *Journal of financial economics*, 105(3), 581-606. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.03.005>