



University of
Texas Libraries



e-revist@s



Centro Universitário Santo Agostinho

revistafsa

www4.fsnet.com.br/revista

Rev. FSA, Teresina, v. 19, n. 10, art. 6, p. 117-136, out. 2022

ISSN Impresso: 1806-6356 ISSN Eletrônico: 2317-2983

<http://dx.doi.org/10.12819/2022.19.10.6>

DOAJ DIRECTORY OF
OPEN ACCESS
JOURNALS

WZB
Wissenschaftszentrum Berlin
für Sozialforschung



Zeitschriftendatenbank



Governança Corporativa e Velocidade de Ajuste da Estrutura de Capital

Corporate Governance and Capital Structure Adjustment Speed

Pedro Augusto Alvim Sabino

Doutorando em Administração pela Universidade Federal de Minas Gerais
Mestrado em Engenharia de Produção pela Universidade Federal de Minas Gerais
Professor do Centro Federal de Educação Tecnológica de Minas Gerais
E-mail: paasabino@gmail.com

Robert Aldo Iquiapaza Coaguila

Doutor em Administração pela Universidade Federal de Minas Gerais
Professor da Universidade Federal de Minas Gerais
E-mail: riquiapaza@gmail.com

Endereço: Pedro Augusto Alvim Sabino

CEFET-MG - Campus Nova Gameleira, Prédio Principal,
Sala 203 – Avenida Amazonas, 7675, Nova Gameleira,
CEP: 30.510-000, Belo Horizonte/MG, Brasil.

Endereço: Robert Aldo Iquiapaza Coaguila

Universidade Federal de Minas Gerais, Faculdade de
Ciências Econômicas, Departamento de Ciências
Administrativas, Sala 4051 – Avenida Antônio Carlos,
6627, CEP: 31.270-901, Belo Horizonte/MG, Brasil

**Editor-Chefe: Dr. Tonny Kerley de Alencar
Rodrigues**

**Artigo recebido em 20/06/2022. Última versão
recebida em 07/06/2022. Aprovado em 08/06/2022.**

**Avaliado pelo sistema Triple Review: a) Desk Review
pelo Editor-Chefe; e b) Double Blind Review
(avaliação cega por dois avaliadores da área).**

Revisão: Gramatical, Normativa e de Formatação

RESUMO

O objetivo desse estudo foi verificar se as firmas brasileiras que adotam boas práticas de governança corporativa possuem uma maior velocidade de ajuste da estrutura de capital. Para tanto, adotou-se uma amostra não balanceada de 165 firmas não-financeiras listadas na B3, entre 2010 e 2021. A heterogeneidade na velocidade de ajuste foi verificada ao comparar estatisticamente as estimativas em duas subamostras, no caso: i) a de firmas listadas em algum segmento especial de governança da B3; e ii) a de firmas no segmento básico. Dessa forma, em cada recorte amostral, estimou-se um modelo dinâmico de ajuste parcial com os mesmos determinantes da meta de endividamento através do estimador fracionário de painel dinâmico de Elsas e Florysiak (2015). Os resultados demonstraram que o endividamento médio e a velocidade de ajuste das firmas brasileiras com práticas especiais de governança são significativamente maiores. Corroborando, portanto, com o modelo dinâmico de *Trade-Off* com custos de agência de Morellec *et al.* (2012).

Palavras chaves: Estrutura de Capital. Velocidade de Ajuste. Governança Corporativa. Modelo Dinâmico de Ajuste Parcial. Dados em Painel Dinâmico.

ABSTRACT

This study aim was to verify if Brazilian firms that adopt good corporate governance practices have a higher capital structure adjustment speed. To this end, an unbalanced panel sample of 165 non-financial firms listed on the B3 between 2010 and 2021 was adopted. The adjustment speed heterogeneity was verified by statistically comparing the estimates in two subsamples: i) of firms listed in some B3's governance special segment; and ii) firms in the basic segment. In each sample cut, a dynamic partial adjustment model was estimated with the same leverage target determinants through the dynamic panel fractional estimator of Elsas and Florysiak (2015). The results exposed that the average leverage and the speed of adjustment of Brazilian firms with special governance practices are significantly higher. Therefore, corroborating with the dynamic Trade-Off model with agency costs by Morellec *et al.* (2012).

Keywords: Capital Structure. Speed of Adjustment. Corporate Governance. Dynamic Partial Adjustment Model. Dynamic Panel Data.

1 INTRODUÇÃO

De acordo com a teoria de *Trade-Off*, a firma maximiza o seu valor ao adotar uma estrutura de capital ótima, que balanceia o benefício fiscal do endividamento com os decorrentes custos de falência. Em vista disso, as firmas adotam uma meta de endividamento, que maximiza seu valor, e qualquer desvio dessa deve ser imediatamente corrigido. Contudo, há quase 40 anos, Stewart C. Myers escreveu em seu discurso à American Finance Association que:

Se os custos de ajuste são grandes, levando algumas empresas a fazerem longas jornadas longe de suas metas – de endividamento –, então devemos dar menos atenção ao refinamento das histórias estáticas sobre *trade-off* e mais à compreensão sobre quais são os custos de ajuste, porque eles são tão importantes, e como os gerentes respondem a eles. Myers (1984, p. 578).

Em linha, a pesquisa empírica tem demonstrado que as firmas adotam uma meta de endividamento, mas a correção dos desvios é lenta – corroborando com versões dinâmicas da *Trade-Off*, como a de Fischer, Heinkel e Zechner (1989). Por isso, a literatura passou a buscar por fontes de custos que expliquem essa baixa velocidade de ajuste na estrutura de capital (FAULKENDER; FLANNERY; HANKINS; SMITH, 2012). Nesse processo, um consenso que se formou na última década é que o processo de ajuste não é homogêneo entre firmas ou ao longo do tempo (FITZGERALD; RYAN, 2019). Em particular, estudos como Chang, Chou, Huang (2014) e Liao, Mukherjee e Wang (2015) constataram que diferenças nas práticas de governança corporativa é um dos fatores responsáveis pela heterogeneidade na velocidade de ajuste de firmas norte-americanas.

Uma explicação para tanto é fornecida pelo modelo de *Trade-Off* dinâmico desenvolvido por Morellec, Nikolov e Schürhoff (2012) a partir da teoria da Agência, de Jensen e Meckling (1976) e Jensen (1986). Segundo esse modelo, devido ao efeito disciplinador do endividamento sobre os gestores, esses tendem a emitir menos dívida e a reajustar o endividamento mais lentamente – aquém do desejado pelos acionistas. Dessa forma, o ajuste na estrutura de capital é determinado não só pelas fricções de mercado, como em Fisher *et al.* (1989), mas também pela intensidade do conflito de agência entre gestor e acionista.

Isso posto, a adoção de boas práticas de governança corporativa visa reduzir os problemas de agência decorrentes da relação entre acionistas e gestores (PINHEIRO; DE VASCONCELOS; DE LUCA; CRISÓSTOMO, 2017). Dessa forma, um bom sistema de

governança corporativa deve induzir um ajuste mais rápido do endividamento em direção à meta dos acionistas (LIAO *et al.*, 2015).

Não obstante, a pesquisa empírica sobre a heterogeneidade da velocidade de ajuste no mercado brasileiro ainda é incipiente, inclusive quanto aos impactos da governança corporativa. Em vista disso, o presente trabalho buscou verificar se as firmas brasileiras que adotam boas práticas de governança corporativa possuem uma maior velocidade de ajuste da estrutura de capital. Para tanto, adotou-se uma amostra não balanceada de 165 firmas não-financeiras listadas na B3, a bolsa de valores brasileira, entre 2010 e 2021. Assim como em Dang, Kim e Shin (2015) e Fitzgerald e Ryan (2019), a heterogeneidade foi verificada ao comparar estatisticamente as estimativas em duas subamostras, no caso: i) a de firmas listadas em algum segmento especial de governança da B3; e ii) a de firmas no segmento básico (sem regras diferenciadas de governança). Desse modo, em cada recorte amostral, estimou-se um modelo dinâmico de ajuste parcial com os mesmos determinantes da meta de endividamento através do estimador fracionário de painel dinâmico de Elsas e Florysiak (2015).

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Desde Modigliani e Miller (1958), a estrutura de capital tem sido tema central na pesquisa em finanças corporativas. Este trabalho seminal demonstrou que, em condições de mercado perfeitas e sem impostos, a estrutura de capital é irrelevante para o valor da firma. Todavia, a partir dele, uma série de pesquisas teóricas e empíricas identificou elementos relevantes para a decisão de capital, que conduziam à refuta do teorema de irrelevância da estrutura de capital (FRANK; GOYAL, 2008). Dentre eles, destacam-se a proteção tributária, os custos de transação, os custos de falência, os conflitos de agência, a seleção adversa e as oportunidades no mercado financeiro. Por conseguinte, diversas teorias alternativas sobre a estrutura de capital foram propostas a partir de combinações dessa vasta gama de elementos.

Em particular, a literatura empírica tem convergido quanto à existência de um processo de reversão à meta em linha com versões dinâmicas da teoria de *Trade-Off* (FAULKENDER *et al.*, 2012, DROBETZ; SCHILLINGE; SCHRÖDER, 2015, FITZGERALD; RYAN, 2019). Por sua vez, o impacto da governança sobre a estrutura de capital é explicado pela Teoria da Agência, uma extensão da *Trade-Off* que incorpora o conflito de agência à decisão de capital. Por isso, a seguir, apresentam-se essas teorias revisadas assim como as abordagens econométricas para avaliá-las.

2.1 Trade-off dinâmica e modelo dinâmico de ajuste parcial

A *Trade-Off* ainda é a teoria de estrutura de capital mais debatida na literatura (AI, FRANK; SANATI, 2021). Ela foi gradativamente desenvolvida a partir do debate sobre o teorema da irrelevância de Modigliani e Miller (1958), até ser formalmente estabelecida por Kraus e Litzenberger (1973). Nessa, o gestor maximiza o valor da firma ao balancear (marginalmente) o benefício fiscal causado pelo endividamento e o decorrente custo de falência. Sendo, portanto, uma teoria estática – ainda que as firmas operem durante vários anos.

Contudo, Gungoraydinoglu e Öztekin (2011) pontuaram que, para examinar as relações entre o endividamento e seus determinantes, deve-se levar em conta que: i) o padrão das decisões de financiamento das firmas pode não ser estável no tempo; e ii) choques podem desviar o endividamento da sua meta e, se os custos de ajuste forem significativos, a correção desses desvios não será imediata. Ainda, devido à possibilidade de choques, o endividamento realizado pode não ser uma *proxy* adequada para a meta de endividamento, especialmente quando os custos de ajuste são elevados. Sendo esse um dos motivos para o baixo desempenho explicativo dos modelos empíricos tracionais – estáticos como regressões ou painéis não-dinâmicos (GRAHAM; LEARY, 2011). Em vista disso, Frank e Goyal (2008) observaram que os estudos mais recentes têm recorrido às versões dinâmicas da teoria de *Trade-Off*, como a de Fischer *et al.* (1989), que introduziu o conceito custos de transação ao processo de ajuste do endividamento em seu modelo teórico.

Em linha, uma abordagem que tem dominado estudos empíricos recentes é o modelo de ajuste parcial dinâmico (Fitzgerald & Ryan, 2019). Ele assume que a firma tem sua meta de endividamento determinada a cada período e, devido a desvios causados por mudanças internas ou por choques externos, seu endividamento é ativamente corrigido para mantê-lo o mais próximo possível da meta. Sua especificação mais recorrente é similar à de Flannary e Rangan (2006), definida pelas equações:

$$L_{it} - L_{it-1} = \lambda(L_{it}^* - L_{it-1}) + u_{it} \quad (1)$$

$$L_{it}^* = \sum_{k=1}^n \beta_k x_{k,it-1} + w_{it} \quad (2)$$

Onde: L_{it} é a taxa de endividamento da firma i no período t ; L_{it}^* é a meta de endividamento da firma i no período t ; λ é a velocidade de ajuste; β_k correspondem aos k parâmetros lineares; $x_{k,it-1}$ é o k -ésima determinante de L_{it}^* ; e $u_{it}, w_{it} \sim N(0, \sigma_i^2)$ são os termos de erro. Ainda, ao substituir (2) em (1), tem-se a forma reduzida de painel dinâmico dada por

$$L_{i,t} = \lambda \sum_{k=1}^n \beta_k x_{k,i,t-1} + (1 - \lambda)L_{i,t-1} + v_{i,t}, \quad (3)$$

onde $v_{i,t} = w_{i,t} + u_{i,t}$. Definindo, portanto, a meta de endividamento ($L_{i,t}^*$) indiretamente.

Estimar a velocidade de ajuste λ em (3) é um primeiro passo essencial para testar teorias concorrentes como a *Trade-Off*, a *Pecking Order* de Myers e Majluf (1984) e Myers (1984) e a *Market Timing* Baker e Wurgler (2002) (FLANNARY; RANGAN, 2006). Pois, uma velocidade de ajuste positiva pode ser interpretada como evidência de que existe uma meta de endividamento e, portanto, respalda variantes dinâmicas da *Trade-Off*. Por sua vez, se a velocidade de ajuste for não mensurável (estatisticamente próxima a zero), evidencia-se que não há uma meta, como estabelecido pela *Pecking Order*. Por fim, de acordo com a teoria de *Market Timing*, as firmas tendem a emitir ações em vez de dívida quando o valor de mercado das ações é considerado alto, sustentando, assim, uma velocidade negativa. Isto posto, a maioria dos estudos sobre ajuste parcial tem concluído que as empresas possuem uma meta de endividamento, com ajuste lento, mas, ainda assim, positivo – respaldando uma certa dominância da *Trade-Off* dinâmica, onde há uma meta de endividamento (dinâmica) e a velocidade de ajuste está sujeita aos custos de desvio e de ajuste (FAULKENDER *et al.*, 2012).

Não obstante, um consenso que se formou na literatura da última década é de que os custos relativos ao ajuste não são homogêneos, tanto entre as empresas quanto ao longo do tempo. Por isso, o objetivo já não é mais verificar se há ajuste à meta ou mesmo estimar a velocidade de ajuste em si, mas sim identificar os fatores que resultam em diferentes velocidades (FITZGERALD; RYAN, 2019). Ilustrativamente, alguns desses fatores já identificados pela literatura recente são: os específicos das firmas (FAULKENDER *et al.* (2012), Dang *et al.* (2014) e Fitzgerald e Ryan (2019)); os institucionais (ANTONIOU; GUNEY; PAUDYAL (2008), ÖZTEKIN; FLANNERY (2012), DROBETZ *et al.* (2015)); os macroeconômicos (COOK; TANG (2010), DANG *et al.* (2014), DROBETZ *et al.* (2015)); e, mais alinhado com este trabalho, a governança corporativa (CHANG *et al.* (2014) e LIAO *et al.* (2015)). Por sua vez, cabe destacar que a literatura sobre fatores que impactam na velocidade de ajuste da estrutura de capital de empresas brasileiras ainda é incipiente, havendo poucos estudos a respeito, tais como Brunaldi, Kayo e Securato (2015), Campos e Nakamura (2015), Kayo, Brunaldi e Aldrighi (2018), Paschoal, Gomes e Valle (2019) e Albanez e Schiozer (2022). Contudo, a literatura sobre o mercado brasileiro ainda carece de estudos acerca do impacto da governança sobre velocidade de ajuste da estrutura de capital.

Por fim, apesar da crescente popularidade dos modelos dinâmicos de ajuste parcial, cabe destacar que sua estimação envolve uma série de complexidades, como a heterogeneidade e a endogeneidade não observadas, a correlação serial do resíduo e a natureza fracionária da variável dependente – a taxa de endividamento, limitada entre 0 e 1 (DANG *et al.*, 2015). Isso motivou uma série de estudos a comparar técnicas de estimação para esse modelo, tais como Flannary e Rangan (2006), Huang e Ritter (2009) e Dang *et al.* (2015). Em particular, o estimador fracionário de painel dinâmico desenvolvido em Elsas e Florysiak (2015) destaca-se nessa literatura. Ele não só é robusto a vieses encontrados em outros estimadores como também considera a natureza fracionária da variável dependente, a aplicação em painéis não balanceados e a capacidade de identificar velocidades diferentes de ajuste em subamostras. Por isso, tem sido utilizado em estudos sobre a heterogeneidade na velocidade de ajuste, como Drobetz *et al.* (2015) e Fitzgerald e Ryan (2019).

2.2 Teoria da agência e governança corporativa

De acordo com Jensen e Meckling (1976), a relação de agência é definida como um contrato, no qual o “principal” contrata o “agente” para realizar um serviço em seu nome, delegando a ele uma certa autoridade sobre a tomada de decisão nesse serviço. Como o agente (geralmente) possui melhores informações acerca do processo que executa, ele pode tomar decisões que maximizam o seu bem-estar a despeito do interesse do principal. Devido ao conflito de agência, o principal precisa monitorar as ações do agente ou implementar incentivos que sejam alinhados aos seus. Todavia, isso implica em custos adicionais, denominados custos de agência.

Em particular, Jensen e Meckling (1976) e Jensen (1986) demonstraram como os conflitos de agência impactam a decisão sobre a estrutura de capital ao expandir o modelo de *Trade-Off* (estático). Segundo Jensen (1986), um gestor racional maximiza o seu bem-estar ao balancear o benefício fiscal não só com os custos de falência, mas também com a perda de flexibilidade causada pelo endividamento. Pois, esse tem um efeito disciplinador sobre o gestor, limitando sua capacidade em utilizar o caixa da firma para promover seu próprio bem-estar. Como efeito, a meta estabelecida pelo gestor (agente) é inferior ao endividamento que maximiza o valor da firma e, desse modo, o bem-estar do acionista (principal).

Essa perspectiva foi expandida pelo modelo de *Trade-Off* dinâmico desenvolvido por Morellec *et al.* (2012). Nesse, os gestores definem a política de endividamento e possuem parte das ações da firma, que lhes garante parte do resultado da firma no exercício. Como em

Jensen (1986), o endividamento restringe o gestor, por reduzir o ganho oriundo do resultado da firma e os possíveis desvios de caixa. Assim como no modelo dinâmico de Fisher *et al.* (1989), o gestor define a meta de endividamento ao balancear o benefício fiscal com os custos totais do endividamento e, devido aos custos de refinanciamento, os ajustes à meta não são imediatos. Não obstante, o modelo de Morellec *et al.* (2012) considera a perspectiva do gestor, onde o benefício fiscal se contrapõe aos dividendos pagos a ele e os custos totais do endividamento também incluem a perda de flexibilidade do gestor – o efeito disciplinador. Conseqüentemente, visando manter o endividamento abaixo, esse gestor tende a emitir menos dívida e a refinar menos. Dessa forma, o ajuste na estrutura de capital é determinado não só pelas fricções de mercado, mas também pela gravidade do conflito de agência entre gestor e acionista.

Isto posto, a adoção de boas práticas de governança corporativa visa reduzir os problemas de agência decorrentes da relação entre acionistas e gestores (PINHEIRO *et al.*, 2017). Por isso, Liao *et al.* (2015) postulam que, ao ser projetado para alinhar os interesses dos gestores com os dos acionistas, um bom sistema de governança corporativa deve induzir o gestor a ajustar mais rapidamente o endividamento em direção à meta dos acionistas. Portanto, quanto melhor for a governança da firma, maior deverá ser a sua velocidade de ajuste. Em particular, estudos como Chang *et al.* (2014) e Liao *et al.* (2015) constataram que, quanto melhor governança corporativa das firmas norte-americanas, maior a velocidade de ajuste delas.

No mercado brasileiro, no qual o controle acionário não é tão pulverizado quanto nos mercados mais desenvolvidos, uma atenção adicional é dada à proteção dos acionistas minoritários frente ao majoritários – uma segunda fonte de conflito de agência. Em vista dessas duas fontes de conflito, a B3 tem implantado segmentos especiais de listagem, desenvolvidos para proporcionar um ambiente de negociação atrativo para investidores assim como a valorização das companhias (VIEIRA; VELASQUEZ; LOSEKANN; CERETTA, 2011). Por isso, estudos empíricos como Pinheiro *et al.* (2017) e Fonseca, Silveira e Hiratuka (2016) acerca dos impactos da governança corporativa no Brasil têm adotado *dummies* que demarcam a classificação das firmas em alguns dos segmentos de governança da B3. Mais especificamente, atualmente, há cinco segmentos especiais de listagem da B3 quanto às regras de governança corporativa: o Bovespa Mais, o Bovespa Mais Nível 2, o Novo Mercado, o Nível 2 e o Nível 1. Além destes, há o segmento Básico, que contempla as firmas sem regras diferenciadas de governança – adicionais às obrigações que as companhias têm perante a Lei das Sociedades por Ações. Contudo, o estudo acerca do impacto da governança corporativa

sobre a velocidade de ajuste de firmas brasileiras ainda é incipiente. Foram encontrados os trabalhos de Zappa (2011), que constatou que a governança impactou a velocidade de ajuste de firmas brasileiras entre 1998 e 2009, e Andrade e Bruni (2016), que observou que firmas brasileiras entre 2009 e 2014 que emitiram ADRs (*American Depositary Receipts*) têm maior velocidade de ajuste.

3 METODOLOGIA

3.1. Amostra

Esta pesquisa descritiva, de natureza quantitativa, teve como amostra inicial os dados anuais de companhias não-financeiras listadas na B3, no período de 2010 a 2021, disponibilizados na plataforma Economática®. O corte em 2010 foi devido à migração obrigatória para o IFRS (*International Financial Reporting Standards*) nesse ano, conforme a Instrução n. 457/2007 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2007).

Por sua vez, as classificações das firmas quanto ao nível de governança foram extraídas do site da B3. Na amostra utilizada, mais de 75% das observações listadas em algum segmento de governança estão no Novo Mercado. Por isso, ao avaliar a heterogeneidade na velocidade de ajuste, a amostra foi classificada em firmas listadas em algum segmento especial de governança da B3 e firmas listadas no segmento Básico, em cada ano.

Por fim, devido a necessidades operacionais, desconsideraram-se firmas com ausência de dados em uma janela de seis anos e com Patrimônio Líquido negativo em algum período, restringindo, assim, a amostra final a um painel não balanceado com 165 firmas.

3.2. Variáveis selecionadas

O foco deste trabalho é a velocidade de ajuste a ser estimada em um modelo dinâmico de ajuste parcial. Para estimá-lo, além da variável dependente, foram selecionadas na literatura algumas das principais *proxies* de determinantes da estrutura de capital, listadas na Tabela 1.

Tabela 1 – Variáveis utilizadas

Variável	Fórmula	Estudos
Variável dependente		
Endividamento Contábil	$L_{i,t} = \frac{PC_{i,t} + PNC_{i,t}}{A_{i,t}}$	Silveira, Perobelli e Barros (2008); Bastos, Nakamura e Bassos (2009); Cook e Tang (2010); Faulkender <i>et al.</i> (2012); Dang <i>et al.</i> (2014); Brunaldi <i>et al.</i> (2015); Campos e Nakamura (2015); Drobetz <i>et al.</i> (2015); Fonseca <i>et al.</i> (2016); Pinheiro <i>et al.</i> (2017); Bernardo, Albanez e Securato (2018); Fitzgerald e Ryan (2019); Paschoal <i>et al.</i> (2019); Albanez e Schiozer (2022).
Determinantes da estrutura de capital		
Tamanho (1)	$Tam1_{i,t} = \ln(A_{i,t})$	Flannary e Rangan (2006); Silveira <i>et al.</i> (2008); Frank e Goyal (2009); Cook e Tang (2010); Faulkender <i>et al.</i> (2012); Chang <i>et al.</i> (2014); Dang <i>et al.</i> (2014); Brunaldi <i>et al.</i> (2015); Campos e Nakamura (2015); Liao <i>et al.</i> (2015); Pinheiro <i>et al.</i> (2017); Kayo <i>et al.</i> (2018); Fitzgerald e Ryan (2019); Paschoal <i>et al.</i> (2019).
Tamanho (2)	$Tam2_{i,t} = \ln(R_{i,t})$	Silveira <i>et al.</i> (2008); Bastos <i>et al.</i> (2009); Drobetz <i>et al.</i> (2015); Fonseca <i>et al.</i> (2016); Bernardo <i>et al.</i> (2018); Albanez e Schiozer (2022).
Tangibilidade	$Tang_{i,t} = \frac{I_{i,t} + E_{i,t}}{A_{i,t}}$	Flannary e Rangan (2006); Silveira <i>et al.</i> (2008); Bastos <i>et al.</i> (2009); Frank e Goyal (2009); Cook e Tang (2010); Chang <i>et al.</i> (2014); Dang <i>et al.</i> (2014); Brunaldi <i>et al.</i> (2015); Campos e Nakamura (2015); Drobetz <i>et al.</i> (2015); Liao <i>et al.</i> (2015); Fonseca <i>et al.</i> (2016); Pinheiro <i>et al.</i> (2017); Bernardo <i>et al.</i> (2018); Kayo <i>et al.</i> (2018); Fitzgerald e Ryan (2019); Paschoal <i>et al.</i> (2019).
Rentabilidade (1)	$Rent1_{i,t} = \frac{EBIT_{i,t}}{A_{i,t}}$	Flannary e Rangan (2006); Silveira <i>et al.</i> (2008); Bastos <i>et al.</i> (2009); Cook e Tang (2010); Faulkender <i>et al.</i> (2012); Chang <i>et al.</i> (2014); Brunaldi <i>et al.</i> (2015); Drobetz <i>et al.</i> (2015); Bernardo <i>et al.</i> (2018); Kayo <i>et al.</i> (2018); Fitzgerald e Ryan (2019); Paschoal <i>et al.</i> (2019).
Rentabilidade (2)	$Rent2_{i,t} = \frac{EBITIDA_{i,t}}{A_{i,t}}$	Silveira <i>et al.</i> (2008); Frank e Goyal (2009); Campos e Nakamura (2015); Liao <i>et al.</i> (2015); Fonseca <i>et al.</i> (2016); Albanez e Schiozer (2022).
Liquidez Corrente	$LC_{i,t} = \frac{AC_{i,t}}{PC_{i,t}}$	Bastos <i>et al.</i> (2009); Bernardo <i>et al.</i> (2018); Albanez e

Schiozer (2022).

Oportunidades
de
Crescimento
(1)
(*market-to-
book*)

$$OpCres1_{i,t} = \frac{VM_{i,t}}{PL_{i,t}}$$

Flannary e Rangan (2006); Bastos *et al.* (2009); Frank e Goyal (2009); Faulkender *et al.* (2012); Chang *et al.* (2014); Dang *et al.* (2014); Brunaldi *et al.* (2015); Drobetz *et al.* (2015); Liao *et al.* (2015); Kayo *et al.* (2018); Fitzgerald e Ryan (2019); Albanez e Schiozer (2022).

Oportunidades
de
Crescimento
(2)
(Δ Vendas)

$$OpCres2_{i,t} = \frac{R_{i,t} - R_{i,t-1}}{R_{i,t-1}}$$

Silveira *et al.* (2008); Bastos *et al.* (2009); Fonseca *et al.* (2016); Bernardo *et al.* (2018).

Endividamento
do Setor

$$L_{Si,t} = \text{Mediana}_{i \in S}(L_{i,t})$$

Flannary e Rangan (2006); Frank e Goyal (2009); Faulkender *et al.* (2012); Chang *et al.* (2014); Dang *et al.* (2014); Brunaldi *et al.* (2015); Drobetz *et al.* (2015); Liao *et al.* (2015); Kayo *et al.* (2018); Fitzgerald e Ryan (2019); Paschoal *et al.* (2019).

Benefício
Tributário

$$BT_{i,t} = \frac{Dep_{i,t} + Amo_{i,t}}{A_{i,t}}$$

Flannary e Rangan (2006); Silveira *et al.* (2008); Cook e Tang (2010); Faulkender *et al.* (2012); Chang *et al.* (2014); Dang *et al.* (2014); Brunaldi *et al.* (2015); Drobetz *et al.* (2015); Liao *et al.* (2015); Kayo *et al.* (2018); Fitzgerald e Ryan (2019); Paschoal *et al.* (2019); Albanez e Schiozer (2022).

Inflação
Esperada

$$Inf_t = E_t(\pi_{t+1})$$

Bastos *et al.* (2009); Frank e Goyal (2009); Bernardo *et al.* (2018).

PIB

$$\Delta PIB_t = \frac{PIB_t - PIB_{t-1}}{PIB_{t-1}}$$

Bastos *et al.* (2009); Bernardo *et al.* (2018).

Fonte: Elaboração própria.

Nota: **A** = Ativo Total; **E** = Estoques; **EBIT** = Lucro Antes de Juros e Imposto de Renda; **EBITIDA** = Lucro Antes de Juros, Imposto de Renda e Depreciação; **I** = Imobilizado; **PC** = Passivo Circulante; **PIB** = Produto Interno Bruto; **PNC** = Passivo Não Circulante; **PL** = Patrimônio Líquido; **R** = Receita; **S** = Setor (NAICS, nível 1); **VM** = Valor de Mercado; π = inflação.

No tocante à variável dependente, cabe pontuar que muitos estudos utilizam o endividamento a valor de mercado (Passivo Exigível / Valor de Mercado). Contudo, o contábil é preferível. Devido à sua sensibilidade às flutuações no mercado acionário, os gestores não confiam no rácio de mercado para guiar a política financeira da firma (FRANK; GOYAL, 2009). Ainda, estimativas de velocidade de ajuste baseadas no endividamento de mercado são viesadas (YIN; RITTER, 2020). Por isso, ele não foi utilizado neste trabalho. Por sua vez, algumas variáveis são *proxies* do mesmo determinante, como as de Tamanho, as de

Rentabilidade e as de Oportunidade de Crescimento, e, por isso, não foram utilizadas concomitantemente.

3.3 Modelo econométrico

A abordagem econométrica buscou responder ao objetivo de verificar se as firmas brasileiras que adotam boas práticas de governança corporativa possuem uma maior velocidade de ajuste da estrutura de capital. Após a análise prévia dos passos, a amostra foi dividida em duas: i) firmas listadas em algum segmento especial de governança da B3, no correspondente período t ; e ii) firmas no segmento Básico (sem regras diferenciadas de governança), no correspondente período t . Em seguida, as médias das variáveis nas respectivas subamostras foram comparadas via teste t. Por sua vez, para analisar a heterogeneidade na velocidade de ajuste (λ), adotou-se um procedimento em duas etapas:

- i) Considerando a amostra total, adotou-se um procedimento de *backward stepwise* para selecionar os determinantes (na Tabela 1) para a meta de endividamento; e
- ii) Como em Dang *et al.* (2015) e Fitzgerald e Ryan (2019), um modelo dinâmico de ajuste parcial (com os determinantes em i)) foi estimado em cada subamostra e, em seguida, a diferença entre os respectivos parâmetros foi avaliada via teste t.

Mais especificamente, a etapa i) também envolveu testar a combinação de maior verossimilhança dentre as possíveis proxies para Tamanho, Rentabilidade e Oportunidade de Crescimento. Ainda, todos os modelos dinâmicos de ajuste parcial estimados seguem a especificação na equação (3), transcrita por

$$L_{it} = (1 - \lambda)L_{it-1} + \sum_{k=1}^n \lambda \beta_k x_{k,it-1} + v_{it}. \quad (4)$$

Devido a suas vantagens econométricas, eles foram estimados através do estimador fracionário de painel dinâmico de Elsas e Florysiak (2015). Em síntese, trata-se de um estimador Tobit duplamente censurado (entre 0 e 1), que recorre à variável latente:

$$L = (1 - \lambda)L_{it-1} + \lambda \sum_{k=1}^n \beta_k x_{k,it-1} + v_{it}, \quad (5)$$

tal que,

$$L_{it} = \begin{cases} 0 & \text{se } L_{it}^{\#} \leq 0 \\ L_{it}^{\#} & \text{se } 0 < L_{it}^{\#} < 1 \\ 1 & \text{se } L_{it}^{\#} \geq 1 \end{cases}. \quad (6)$$

O modelo (5) requer uma distribuição condicional do efeito fixo α_i , correspondente à heterogeneidade não observada, e pressupõem que as variáveis independentes são

estritamente exógenas – exceto L_{it-1} . Por conseguinte, a consistência desse modelo é alcançada ao estabelecer o efeito fixo α_i via

$$\alpha_i = \alpha_0 + \alpha_1 L_{i,0} + \alpha_2 E(X) + a_i \quad (6)$$

com o termo de erro $a_i \sim N(0, \sigma_{a,i}^2)$, onde X é o vetor de variáveis determinantes da meta de endividamento. Dadas essas condições, a equação (6) foi estimada via máxima verossimilhança. Para tanto, utilizou-se o software Stata®.

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

Previamente, foi realizada uma análise descritiva dos dados, apresentada na Tabela 2.

Tabela 2 – Estatísticas descritivas (amostra total)

Variável	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo	Nº de Obs.
Variável dependente					
L	0,5431072	0,1865395	0,003809	0,995893	1800
Determinantes da meta de endividamento					
Tam1	15,269300	1,739361	9,625492	20,710610	1800
Tam2	14,664400	1,811842	7,613819	19,930670	1774
Tang	0,317780	0,223166	0,000000	0,831413	1796
Rent1	0,075762	0,093714	-1,443117	1,240902	1800
Rent2	0,105760	0,092272	-1,429084	1,061353	1783
LC	2,269690	3,151280	0,063781	69,502600	1800
OpCres c1	2,658332	10,242470	0,014147	362,241500	1800
OpCres c2	0,195033	2,734608	-1,000000	109,771100	1634
L₂	0,562268	0,059024	0,303857	0,666204	1800
BT	0,030794	0,022993	0,000000	0,280140	1782
Inf	0,049552	0,011040	0,033200	0,068700	1800
PIB	0,011805	0,032715	-0,038800	0,075300	1800

Fonte: Elaboração Própria

Nessa, o endividamento se manteve entre 0 e 1, devido à exclusão de firmas com Patrimônio Líquido negativo. Também cabe pontuar a alta dispersão de MB_t frente aos demais determinantes, por estar sujeito às flutuações no mercado acionário. Complementarmente, foi realizada uma análise das correlações entre as variáveis. Assim como esperado, as *proxies* dos de Tamanho e de Rentabilidade são altamente correlacionadas, $Tam1_t$ e $Tam2_t$ (0,912) e $Rent1_t$ e $Rent2_t$ (0,966). Por outro lado, as de Oportunidade de Crescimento apresentaram baixa correlação, e $OpCresc1_t$ e $OpCresc2_t$ (-0,041).

Após a divisão da amostra, entre firmas sem e firma com práticas especiais de governança, as médias das variáveis foram comparadas via teste t. Os resultados são apresentados na Tabela 3.

Tabela 3 – Média das variáveis por recorte amostral

Variável	Amostra Total	Subamostras		Teste <i>t</i> (p-valor)
		Sem Governança Corporativa	Com Governança Corporativa	
Variável dependente				
<i>L</i>	0,5431072	0,5257623	0,5510345	0,014*
Determinantes da meta de endividamento				
<i>Tam1</i>	15,269300	14,408930	15,651170	0,000***
<i>Tam2</i>	14,664400	13,989790	14,961350	0,000***
<i>Tang</i>	0,317780	0,301082	0,326005	0,043*
<i>Rent1</i>	0,075762	0,082295	0,073118	0,056
<i>Rent2</i>	0,105760	0,111205	0,103590	0,088
<i>LC</i>	2,269690	2,577275	2,134395	0,022*
<i>OpCresc1</i>	2,658332	3,226143	2,409143	0,269
<i>OpCresc2</i>	0,195033	0,103626	0,233947	0,180
<i>L₅</i>	0,562268	0,567904	0,559783	0,009***
<i>BT</i>	0,030794	0,030990	0,030649	0,785
<i>Inf</i>	0,049552	0,050329	0,049233	0,049*
<i>PIB</i>	0,011805	0,013380	0,011152	0,189

Significância: '***' 0,001 '**' 0,01 '*' 0,05 '.' 0,1 '.' 1

Fonte: Elaboração Própria

Em particular, o endividamento (***L***) significativamente mais alto na subamostra de firmas com regras especiais de governança corroborou com parte da conjuntura de Morellec *et al.* (2012), de que empresas com boas práticas de governanças possuem um endividamento maior. Ainda, para um nível de significância de 10%, constatou-se que o grupo de firmas com governança tem porte significativamente maior (em ambas as *proxies* de Tamanho), são mais tangíveis, menos rentáveis (em ambas as *proxies* de Rentabilidade) e possuem menor liquidez (corrente). O endividamento setorial (***L₅***) significativamente menor no grupo com governança contrasta com o resultado para ***L***, demonstrando que o endividamento maior das firmas com governança não se deve a fatores comuns ao setor. Por fim, a diferença significativa na variável de inflação esperada (***Inf***) deve-se a um número maior de firmas terem sido listadas nos segmentos especiais durante períodos de menor inflação.

Por fim, a Tabela 3 apresenta os resultados dos modelos dinâmicos de ajuste parcial, assim como a comparação das estimativas nas subamostras.

Tabela 3 – Resultados dos modelos dinâmicos de ajuste parcial por recorte amostral

Variável	Amostra Total		Subamostras					
			Sem Governança Corporativa		Com Governança Corporativa		Diferença	
	Coefficiente	P > t	Coefficiente	P > t	Coefficiente	P > t	Est. t	P > t
λ	0,233532	0,000***	0,238565	0,000***	0,346473	0,000***	49,6	0,000***
β_0	0,329387	0,000***	0,192901	0,207	0,222016	0,014*	3,9	0,000***
$Tam1_t$	0,082362	0,000***	0,135095	0,000***	0,055514	0,000***	150,8	0,000***
$Tang_t$	0,223710	0,000***	-0,144834	0,000***	0,150786	0,000***	162,0	0,000***
$Rent1_t$	-0,660043	0,000***	-0,909981	0,000***	-0,444887	0,000***	292,0	0,000***
LC_t	-0,015016	0,000***	-0,007619	0,000***	-0,010121	0,000***	41,4	0,000***
$OpCresc1_t$	0,003136	0,000***	0,002287	0,000***	0,002114	0,000***	12,7	0,000***
LS_t	1,168326	0,000***	0,473053	0,000***	0,787484	0,000***	66,6	0,000***
Inf_t	1,619564	0,000***	1,272479	0,000***	1,091630	0,000***	11,4	0,000***
PIB_t	0,464899	0,000***	0,360778	0,001**	0,313355	0,000***	8,8	0,000***
ρ :	0,089738		0,138354		0,225435			
Teste F:	0,000***		0,000***		0,000***			
Obs.:	1621		482		1133			

Significância: ‘***’ 0.001 ‘**’ 0.01 ‘*’ 0.05 ‘.’ 0.1 ‘.’ 1

Fonte: Elaboração Própria

O resultado na amostra total corresponde à melhor combinação de determinantes após o procedimento de *stepwise backward*. Cabe pontuar que a velocidade de ajuste estimada é robusta frente a variações na seleção dos determinantes. Isso posto, respondendo à hipótese de que firmas com melhores práticas de governança reajustam seu endividamento mais rápido, a velocidade ajuste (λ) foi significativamente maior na subamostra de firmas listadas em algum segmento especial de governança. Respalhando o consenso na literatura, de que as firmas possuem uma meta de endividamento e ativamente ajuste corrigem desvios deste, a velocidade de ajuste foi positiva em qualquer recorte amostral.

Adicionalmente, exceto pela constante, todos os determinantes foram significativos ao nível de 1%. Como revisado por Bastos *et al.* (2009) e Frank e Goyal (2009), os sinais negativos de $Rent1_t$ e de LC_t estão alinhados aos resultados esperados pela *Pecking Order* (pois firmas com maior rentabilidade e a maior liquidez possuem maior folga financeira para financiar seus investimentos com recursos próprios), enquanto os sinais positivos em $Tam1_t$, MB_t , LS_t , Inf_t e PIB_t estão alinhados às previsões da *Trade-Off*. Atipicamente, $Tang_t$ inverteu o sinal na subamostra de firmas no segmento Básico. Uma interpretação para tanto é que a combinação de ativos mais arriscados e maior assimetria informacional elevam o custo da dívida, resultando em um efeito negativo sobre o endividamento.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esse trabalho buscou verificar se as firmas brasileiras que adotam boas práticas de governança corporativa possuem uma maior velocidade de ajuste da estrutura de capital. Corroborando com a literatura empírica e as versões dinâmicas de *Trade-Off*, a velocidade de ajuste estimada foi positiva em qualquer recorte amostral, evidenciando que as firmas possuem uma meta de endividamento e corrigem os desvios dela. Em especial, os resultados corroboraram com o modelo dinâmico de *Trade-Off* com custos de agência de Morellec *et al.* (2012), ao expor que o endividamento médio e a velocidade de ajuste das firmas com práticas especiais de governança são significativamente maiores.

Isso posto, duas limitações dessa pesquisa foram: a amostra restrita ao período entre 2010 e 2021, devido à alteração do padrão contábil; e a classificação do nível de governança segundo a listagem na B3. Por conseguinte, a título de pesquisa futura, propõe-se avaliar a robustez desses resultados ao adotar uma amostra maior e ao categorizar a governança a partir de outros critérios.

REFERÊNCIAS

AI, H., FRANK, M., & SANATI, A. (2021). The Trade-Off Theory of Corporate Capital Structure. In *Oxford Research Encyclopedia of Economics and Finance*. Disponível em: <https://doi.org/10.1093/acrefore/9780190625979.013.602>.

ALBANEZ, T., & SCHIOZER, R. (2022). The signaling role of covenants and the speed of capital structure adjustment under poor creditor rights: evidence from domestically and cross-listed firms in Brazil. *Journal of Multinational Financial Management*, 63, 100704. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2021.100704>.

ANDRADE, C. M., & BRUNI, A. (2016). L. Impacto Da Governança Corporativa Na Velocidade e Ajuste Da Estrutura De Capital: Um Estudo Sobre a Emissão de ADRs das Empresas Brasileiras. *Anais do International Conference in Accounting*, São Paulo, SP, Brasil, 16. Disponível em: <https://congressosp.fipecafi.org/anais/16UspInternational/96.pdf>.

ANTONIOU, A., GUNEY, Y., & PAUDYAL, K. (2008). The determinants of capital structure: capital market-oriented versus bank-oriented institutions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(1), 59-92. Disponível em: <https://doi.org/10.1017/S0022109000002751>.

BAKER, M., & WURGLER, J. (2002). Market timing and capital structure. *The Journal of Finance*, 57(1), 1-32. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00414>.

BASTOS, D. D., NAKAMURA, W. T., & BASSO, L. F. C. (2009). Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas na América Latina: um estudo empírico

considerando fatores macroeconômicos e institucionais. *Revista de Administração Mackenzie*, 10(6), 47-77. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S1678-69712009000600005>.

BERNARDO, C. J., ALBANEZ, T., & SECURATO, J. R. (2018). Fatores macroeconômicos e institucionais, composição do endividamento e estrutura de capital de empresas Latino-Americanas. *BBR. Brazilian Business Review*, 15(2), 152-174. Disponível em: <https://doi.org/10.15728/bbr.2018.15.2.4>.

BRUNALDI, E. O., KAYO, E. K.; SECURATO, J. R. (2015). Influence of cash flow on leverage adjustments: empirical evidence from Brazil. *Revista de Finanças Aplicadas*, 3, 1-20. Disponível em: <http://www.financasaplicadas.net/index.php/financasaplicadas/article/view/296>.

CAMPOS, A. L. S.; NAKAMURA, W. T. (2015). Rebalanceamento da estrutura de capital: endividamento setorial e folga financeira. *Revista de Administração Contemporânea*, 19, 20-37. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac20151789>.

CHANG, Y. K., CHOU, R. K., & HUANG, T. H. (2014). Corporate governance and the dynamics of capital structure: New evidence. *Journal of Banking & Finance*, 48, 374-385. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.04.026>.

COOK, D. O., & TANG, T. (2010). Macroeconomic conditions and capital structure adjustment speed. *Journal of Corporate Finance*, 16(1), 73-87. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2009.02.003>.

CVM - Comissão de Valores Mobiliários (2007). Instrução Normativa nº 457, de 13 de julho de 2007. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst457consolid.pdf>.

DANG, V. A., KIM, M., & SHIN, Y. (2014). Asymmetric adjustment toward optimal capital structure: evidence from a crisis. *International Review of Financial Analysis*, 33, 226-242. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2014.02.013>.

DANG, V. A., KIM, M., & SHIN, Y. (2015). In search of robust methods for dynamic panel data models in empirical corporate finance. *Journal of Banking & Finance*, 53, 84-98. Disponível em: <https://doi.org/10.1017/S0022109015000496>.

DROBETZ, W., SCHILLING, D.C., & SCHRÖDER, H. (2015). Heterogeneity in the speed of capital structure adjustment across countries and over the business cycle. *European Financial Management*, 21(5), 936-973. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/eufm.12048>.

ELSAS, R., & FLORYSIK, D. (2015). Dynamic capital structure adjustment and the impact of fractional dependent variables. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50(5), 1105-1133. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1468-2443.2011.01130.x>.

FAULKENDER, M., FLANNERY, M. J., HANKINS, K. W., & SMITH, J. M. (2012). Cash flows and leverage adjustments. *Journal of Financial Economics*, 103(3), 632-646. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.10.013>.

FITZGERALD, J., & RYAN, J. (2019). The impact of firm characteristics on speed of adjustment to target leverage: a UK study. *Applied Economics*, 51(3), 315-327. <https://doi.org/10.1080/00036846.2018.1495822>.

FLANNERY, M. J., & RANGAN, K. P. (2006). Partial adjustment toward target capital structures. *Journal of Financial Economics*, 79(3), 469-506. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.03.004>.

FONSECA, C. V. C., DA SILVEIRA, R. L. F., & HIRATUKA, C. (2016). A relação entre a governança corporativa e a estrutura de capital das empresas brasileiras no período 2000-2013. *Enfoque: reflexão contábil*, 35(2), 35-52. Disponível em: <https://doi.org/10.4025/enfoque.v35i2.29673>.

FRANK, M. Z., & GOYAL, V. K. (2008). Trade-off and pecking order theories of debt. In B.E. Eckbo (Ed.), *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance* (v. 2, c. 12, p. 135-202). Amsterdam: Elsevier/North-Holland. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/B978-0-444-53265-7.50004-4>.

FRANK, M.Z. AND GOYAL, V.K. (2009). Capital structure decisions: Which Factors Are Reliably Important? *Financial Management*, 38(1), 1-37. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x>.

GRAHAM, J. R.; E LEARY, M. T. (2011). A Review of Empirical Capital Structure Research and Directions for the Future. *Annual Review of Financial Economics*, 3(1), 09-345. Disponível em: <https://doi.org/10.1146/annurev-financial-102710-144821>.

GUNGORAYDINOGLU, A., & ÖZTEKIN, Ö. (2011). Firm-and country-level determinants of corporate leverage: Some new international evidence. *Journal of Corporate Finance*, 17(5), 1457-1474. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.08.004>.

HUANG, R., & RITTER, J. (2009). Testing Theories of Capital Structure and Estimating the Speed of Adjustment. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(2), 237-271. Disponível em: <https://doi.org/10.1017/S0022109009090152>.

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. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X).

JENSEN, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1818789>.

KAYO, E. K.; BRUNALDI, E. O.; ALDRIGHI, D. M. (2018). Capital structure adjustment in Brazilian family firms. *Revista de Administração Contemporânea*, 22, 92-114. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2018170004>.

KRAUS, A., & LITZENBERGER, R. H. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911-922. Disponível em: <https://doi.org/10.2307/2978343>.

LIAO, L. K., MUKHERJEE, T., & WANG, W. (2015). Corporate governance and capital structure dynamics: An empirical study. *Journal of Financial Research*, 38(2), 169-192. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/jfir.12057>.

MODIGLIANI, F., & MILLER, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1809766>.

MODIGLIANI, F., & MILLER, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/1809167>.

MORELLEC, E., NIKOLOV, B., & SCHÜRHOFF, N. (2012). Corporate governance and capital structure dynamics. *The Journal of Finance*, 67(3), 803-848. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01735.x>.

MYERS, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574-592. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>.

MYERS, S. C., & MAJLUF, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0).

PASCHOAL, T. B., DA COSTA GOMES, M., & DO VALLE, M. R. (2019). Efeitos do rating de crédito sobre a estrutura de capital das empresas latino-americanas. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 13. Disponível em: <https://doi.org/10.11606/issn.1982-6486.rco.2019.154005>.

ÖZTEKIN, Ö., & FLANNERY, M. J. (2012). Institutional determinants of capital structure adjustment speeds. *Journal of Financial Economics*, 103(1), 88-112. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.08.014>.

PINHEIRO, B. G., DE VASCONCELOS, A. C., DE LUCA, M. M. M., & CRISÓSTOMO, V. L. (2017). Estrutura de capital e governança corporativa nas empresas listadas na BM&FBovespa. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 11(4), 451-466. Disponível em: <https://doi.org/10.17524/repec.v11i4.1706>.

SILVEIRA, A. D. M. D., PEROBELLI, F. F. C., & BARROS, L. A. B. D. C. (2008). Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, 12(3), 763-788. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S1415-65552008000300008>.

VIEIRA, K. M., VELASQUEZ, M. D., LOSEKANN, V. L., & CERETTA, P. S. (2011). A influência da governança corporativa no desempenho e na estrutura de capital das empresas listadas na Bovespa. *Revista Universo Contábil*, 7(1), 46-67. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.4270/ruc.20117>.

YIN, Q. E., & RITTER, J. R. (2020). The speed of adjustment to the target market value leverage is slower than you think. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 55(6), 1946-1977. Disponível em: <https://doi.org/10.1017/S0022109019000516>.

ZAPPA, P. A. (2011). *Governança corporativa e a velocidade de ajuste da estrutura de capital das empresas brasileiras*. Dissertação de mestrado, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, RJ, Brasil. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/8634>.

Como Referenciar este Artigo, conforme ABNT:

SABINO, P. A. A; COAGUILA, R. A. I. Governança Corporativa e Velocidade de Ajuste da Estrutura de Capital. *Rev. FSA*, Teresina, v.19, n. 10, art. 6, p. 117-136, out. 2022.

Contribuição dos Autores	P. A. A. Sabino	R. A. I. Coaguila
1) concepção e planejamento.	X	X
2) análise e interpretação dos dados.	X	X
3) elaboração do rascunho ou na revisão crítica do conteúdo.	X	X
4) participação na aprovação da versão final do manuscrito.	X	X