

## Os Efeitos do Rating Soberano e da Governança Corporativa na Estrutura de Capital das Empresas Latino Americanas

**Resumo** Duterval Jesuka, Fernanda Maciel Peixoto - Univ. Fédéral de Uberlândia

Este estudo analisou a relação entre governança corporativa e estrutura de capital, considerando a variação do *rating* soberano na América Latina. Utilizou-se um modelo de regressão multinível para uma amostra de 823 companhias listadas nas principais bolsas de valores latino americanas no período de 2004 a 2018. Na ausência de mecanismos de governança corporativa, o *rating* soberano é um dos fatores não controlados pelos gestores que pode explicar a estrutura de capital das empresas latino americanas, que por estratégias de gestão, reduzem seus níveis de dívida para se proteger diante da constante variação do *rating* soberano dos seus respectivos países. Constatou-se que mesmo possuindo um comitê de auditoria e mantendo membros independentes nele, as firmas escolhem reduzir seus níveis de endividamento, para se proteger diante das instabilidades do mercado de captação.

**Palavras-Chave:** Governança Corporativa; Estrutura de Capital; Rating Soberano; América Latina.

### Résumé

Cette étude analyse la relation entre la gouvernance de l'entreprise et la structure du capital, tout en considérant la variation de la notation souveraine en Amérique latine. Un modèle de régression multi-niveaux a été utilisé pour un échantillon de 823 sociétés cotées dans les principales bourses de l'Amérique latine entre 2004 à 2018. En l'absence des mécanismes de gouvernance de l'entreprise, la notation souveraine est l'un des facteurs non contrôlés par les gestionnaires qui peuvent expliquer la structure du capital des entreprises latino-américaines qui adoptent une stratégie de réduction de leur niveau d'endettement afin de se protéger contre la variation constante de la notation souveraine de leurs pays respectifs. Ces résultats indiquent que même en ayant un comité d'audit et en y gardant des membres indépendants, les entreprises choisissent de réduire leurs niveaux d'endettement pour se protéger contre les instabilités du marché de financement.

**Mots-clés:** Gouvernance de l'entreprise ; La structure du Capital; Rating Souveraine; Amérique latine.

## 1 Introdução

A busca por uma estrutura de capital que mitiga o problema de agência tem motivado o uso de diversos mecanismos de governança corporativa para desvendar esse quebra-cabeça por meio de evidências empíricas sobre as principais teorias que transcendem a estrutura de capital da firma (Bajaj, Kashiramka & Singh, 2020).

Os debates sobre o tema deram origem às três principais teorias - *Pecking Order*, *Trade-off* e *Market timing* - que guiaram os estudos empíricos sobre os determinantes de uma estrutura de capital que combina recursos próprios e de terceiros para financiar seus investimentos, e ao mesmo tempo agregar valor aos acionistas (Berkman *et al.*, 2016; M'ng, Rahman & Sannacy, 2017; Rahman, 2019). O estudo de Jensen e Meckling (1976) foi um marco para que os estudiosos abordarem a Teoria da Agência em outra dimensão,

evidenciando a estrutura de propriedade e os custos de agência incorridos pelas empresas, devido a presença de recursos externos na firma. Segundo Bajaj, Kashiramka e Singh (2020) o problema de agência considera que gestores e proprietários possuem informações privilegiadas sobre as reais situações financeiras das companhias, o que gera conflitos de interesses entre acionistas, credores e os *Stakeholders*.

O conflito de agência é a causa principal para criação de mecanismos que controlam a relação entre os gestores, acionistas e credores (Buvanendra, Sridharan & Thiyagarajan, 2017; Vijayakumaran & Vijayakumaran, 2019). Consequentemente, a governança corporativa surgiu abordando aspectos relacionados à estrutura do conselho de administração; transparência e divulgação das informações; proteção dos acionistas minoritários; estrutura de propriedade e controle, assim como a compensação aos gestores (Jara, Iturriaga, San-Martín & Saona, 2018; Vazquez, Carrera & Cornejo, 2020). Evidências empíricas apontam que adoção de práticas de governança corporativa influencia a estrutura de capital da firma (Ellili, 2020; Gaitán, Herrera-Echeverri & Pabloc, 2018; Kieschnick & Moussawi, 2018).

Nas últimas décadas, intensificou-se o processo de globalização que consequentemente gerou alianças estratégicas entre os países que buscam superar as fronteiras econômicas para integrar os mercados e o sistema financeiro internacional (Jesuka, Oliveira & Rogers, 2021; White, 2010). Os investidores aplicam suas riquezas para além das fronteiras sem ter conhecimento das práticas gerenciais adotadas pelos beneficiários. Neste contexto, segundo Turrent e García (2015) a preocupação com o problema de agência e os conflitos de interesse entre os agentes, tem orientado os estudos sobre as práticas de governança corporativa, assim como seus impactos sobre a estrutura de capital da firma.

Além dos fatores internos que afetam a escolha da dívida, as firmas ainda estão sujeitas às condições externas do mercado em que elas atuam. Vários estudos vêm estudando as influências do ambiente macroeconômico no endividamento e no desempenho das empresas (Bernardo, Albanez & Securato, 2018; Dierker, Lee & Seo, 2019; Hromei, 2021; Jesuka, Oliveira & Rogers, 2021). Sob a perspectiva da teoria da agência, o *rating* corporativo emitido pelas principais agências de classificação de risco – Standards & Poor, Fitch-Rating, Moody's Investor -, é também usado como instrumento para investigar as estratégias de endividamento e a qualidade de governança dos emissores (Kisgen, 2019; Krichene & Khoufi, 2016; Rogers, Mendes-da-Silva & Rogers 2016).

Chen *et al.* (2016) destacam que a classificação emitida pelas agências de *rating* apresenta o nível de risco de inadimplência de um tomador de capital, bem como suas

capacidades de honrar seus compromissos a tempo. Cantor e Parker (1994) destacam que as agências emitem um relatório que classifica a qualidade de risco das empresas (*rating* corporativo) e outro dos países (*rating* soberano) para auxiliar os investidores individuais e institucionais na aplicação dos seus recursos.

Por muito tempo, o *rating* corporativo tem assumido um papel significativo nos debates da literatura, em que vários estudos mostram sua relação com a qualidade de governança e o risco de inadimplência das empresas. Entretanto, o *rating* soberano que, por sua vez, mede a estabilidade política, econômica e social dos países, é pouco considerado na literatura financeira (Chen *et al.*, 2013; Chen *et al.*, 2016; Sajjad & Zakaria, 2018). Várias pesquisas apontam que a mudança do *rating* soberano afeta significativamente a disponibilidade de capitais nos mercados, e conseqüentemente afeta o endividamento das empresas (Afonso, Furceri & Gomes, 2012; Cai, Kim & Gan, 2016). Entretanto, a falta de evidências empíricas deixa uma lacuna na literatura quanto as implicações da variação do *rating* soberano sobre a estrutura de capital das firmas.

Neste aspecto, este estudo tem o objetivo de analisar a relação entre a governança corporativa e a estrutura de capital das empresas listadas, considerando os efeitos do *rating* soberano na América Latina no período de 2004 a 2018. A relevância deste trabalho se deve à escassez de evidências empíricas sobre a relação entre a governança corporativa e a estrutura de capital na América Latina, quando se considera que a maior parte dos estudos utilizam índices para medir a qualidade da governança, que não revelam o efeito individual dos mecanismos, de forma separada.

As constantes instabilidades política e econômica dos países latino americanos chamam a atenção dos pesquisadores que vêm estudando como o endividamento das empresas foi afetado. Conforme destacado no relatório do Fundo Monetário Internacional – FMI publicado em 2017, a crise mundial de 2008 continuou afetando países como a Argentina, Brasil, Chile e Colômbia que viveram vários períodos estabilidade política e econômico que favorizou o aumento do produto interno bruto (PIB), inflação baixa e taxas de juros sob controle. Porém, à partir de 2014 o Brasil e a Argentina enfrentaram grandes dificuldades político-econômicas que pioraram os principais indicadores econômicos.

Conseqüentemente, houve contágio entre os países que sofreram várias modificações no *rating* soberano pelas agências de classificação de risco. Os países latino americanos sofreram aproximadamente 40 decisões de *Upgrade e Downgrade* que afetaram o custo de financiamento externo e o preço das ações das empresas (Bustillo, Perrotti & Velloso, 2018;

Jesuka & Peixoto, 2021). Neste contexto, utilizou-se uma regressão hierárquica de três níveis para trazer evidências sobre as implicações da variação do *rating* soberano sobre a estrutura de capital das companhias na América Latina, considerando a adoção de melhores práticas de governança pouco exploradas.

## **2. Fundamentação Teórica**

### **2.1 Governança corporativa e estrutura de capital da firma**

Na literatura financeira, a estrutura de capital é abordada em perspectivas diferentes, em que são investigadas as estratégias adotadas pelos gestores para escolher uma estrutura que minimize o conflito de agência. Marques, Ribeiro e Barboza (2017) ressaltam que a governança corporativa pode proporcionar um ponto de equilíbrio na estrutura capital que mantivesse a escala da empresa e conciliasse os interesses das partes envolvidas. Estudos realizados em vários países investigam em perspectivas diferentes, os determinantes da estrutura de capital (Berkman *et al.*, 2016; M'ng, Rahman & Sannacy, 2017; Zeitun, Temimi & Mimouni, 2017).

O problema de agência, assim como as fricções do mercado de capitais levam os conselhos de administração das empresas a impor práticas de governança rígidas para alinhar os interesses dos gestores, dos credores e dos acionistas, e nessa condição, Berkman *et al.* (2016) relata que a alavancagem é usada como um mecanismo de controle. Entretanto, a governança corporativa é vista como um instrumento eficaz para monitorar o comportamento de entrenchamento dos administradores, e assim evitar a expropriação de direitos dos acionistas (Jara *et al.*, 2018; Vazquez, Carrera & Cornejo, 2020). Conseqüentemente, vários estudos investigam a relação entre os mecanismos de GC e a escolha de estrutura de capital das empresas em mercados emergentes (Kieschnick & Moussawi, 2018; Marques, Ribeiro & Barboza, 2017; Vijayakumaran & Vijayakumaran, 2019).

Kieschnick e Moussawi (2018) investigaram os impactos da idade da firma e da governança corporativa na escolha da estrutura de capital de 1500 empresas americanas listadas no período de 1996 a 2016. Utilizaram o tamanho e a composição do conselho de administração, dualidade das funções CEO/Presidente do Conselho e a classe dupla de ações como métricas para a governança corporativa. Os autores encontraram que as empresas que usam classe dupla de ações tendem a se endividar mais à medida que elas envelhecem, enquanto isso, sem considerar sua interação com as características de governança corporativa, a idade está negativamente correlacionada com a de alavancagem financeira da firma. Além

disso, destacaram que quanto mais velhas são empresas, as restrições do estatuto social e a composição do conselho influenciam suas escolhas de estrutura de capital de maneira bem diferente das companhias mais jovens.

Feng, Hassan e Elamer (2020) estudaram os efeitos da governança corporativa e da estrutura de propriedade sobre a estrutura de capital de 119 empresas imobiliárias chinesas. Destacaram que o tamanho do conselho de administração, a concentração de propriedade e o tamanho influenciaram de forma positiva a estrutura de capital. Ainda na China, Vijayakumaran e Vijayakumaran (2019) observaram uma relação inversa entre a propriedade estatal e a estrutura de capital, enquanto isso, tamanho do conselho e a proporção de conselheiros independentes não influenciam a escolha de dívida das firmas. Buvanendra, Sridharan e Thiyagarajan (2017) observou que a dualidade das funções CEO/Presidente do conselho de administração e a propriedade familiar afeta positivamente a dívida das companhias da Índia e Sri Lanka listadas na bolsa de valores de Colombo (Colombo Stock Exchange - CSE).

Considerados como ambientes de baixa proteção legal aos acionistas, os países da América Latina não medem esforços para estabelecer princípios que favoreçam a adoção de boas práticas de governança corporativa. Vazquez, Carrera e Cornejo (2020) destacam uma semelhança com os padrões de governança norte americano e da Europa Continental, em que entre outros mecanismos, a independência do conselho de administração é adotada majoritariamente pelas empresas. Algumas evidências empíricas são apresentadas sobre os efeitos governança corporativa no endividamento das firmas latino americanas (Jara *et al.*, 2018; Marques, Ribeiro & Barboza, 2017; Ruiz, 2017; Wang & Esqueda, 2014).

Ruiz (2017) investigou a influência da GC sobre a alavancagem de 575 empresas listadas no Brasil, Chile e México no período de 2006 a 2014. Incluíram concentração de propriedade, tamanho e independência do conselho de administração, comitê interno de auditoria, dualidade do CEO/Presidente do Conselho, reputação da auditoria como variáveis de governança corporativa. Os resultados mostraram que um nível maior de concentração de propriedade incentiva o acionista majoritário a exercer maior nível de controle sobre os administradores, impondo menor nível de endividamento. Descobriram, de um lado, que a independência do conselho aumenta o endividamento para ampliar o controle sobre o comportamento dos gestores, por outro, o comitê de auditoria interna exerce um impacto negativo sobre a alavancagem.

As evidências apresentadas, mostram que a governança corporativa assume um papel importante para mitigar os conflitos de agência, e que os gestores são algumas vezes forçados a alavancar as companhias, uma vez que são obrigados a trabalhar para manter a escala da firma, alinhando seus interesses com os acionistas e credores. Neste contexto, espera-se que as empresas na América Latina usem a estrutura de capital como instrumento de controle das ações gerenciais, o que será testado pela hipótese seguinte:

**H1:** Há uma relação positiva entre governança corporativa e a estrutura de capital das empresas na América Latina.

## **2.2 Rating soberano e estrutura de capital da firma**

Evidências da literatura apontam a existência de dois tipos mercados caracterizados pelos níveis de proteção proporcionada aos investidores. La Porta et al. (2000) destacam que há uma baixa proteção legal aos interesses dos acionistas minoritários em empresas localizadas em países que adotam um regime de Lei Civil, o que consequentemente representa um exercício de alto risco para os investimentos. Neste contexto, além da qualidade de governança das firmas, os relatórios de classificação de risco emitidos pelas agências de *rating* assumem um papel importante no auxílio dos investidores nas suas decisões (Cheikh, Hmiden & Zaied, 2021; Tugba, 2019).

Segundo White (2010), em mais de um século, as três principais agências de *rating* – Standards & Poor, Fitch Rating e Moody's Investors – surgiram e se consolidaram no mercado global num contexto em que as necessidades de capital levaram as firmas a buscar recursos de terceiros para financiar seus projetos de expansão e crescimento. Entretanto, a falta de uma norma global que regulamenta o sistema financeiro internacional, e as implicações dos problemas de assimetria de informação gerou dúvidas quando às condições financeiras gerenciais das firmas, assim como os países que atraem grande volume capital no mercado (Ahmed *et al.*, 2020; Boumparis, Milas & Panagiotidis, 2019).

As agências de *rating* classificam a qualidade de crédito dos títulos emitidos pelas firmas (*rating* corporativo) e pelos Estados soberanos (*rating* soberano) por meio de uma avaliação baseado em critérios predefinidos, e atribuem uma nota que representa a capacidade e o desejo de um credor em honrar suas obrigações a tempo (Ahmed *et al.*, 2020; Cheikh *et al.*, 2021). A classificação das agências afeta uma firma ou país pelo impacto do anúncio das decisões de aumento (*Upgrade*) e de rebaixamento (*Downgrade*) de suas qualidades de crédito (Cantor & Parker, 1996; Chen *et al.*, 2016). Por ser considerado pelos investidores

como guia nas suas decisões de investimento, o *rating* soberano passou a assumir um papel importante nos debates sobre suas implicações nas ações gerenciais.

Os anúncios de rebaixamento do *rating* soberano dos países sinalizam dificuldade financeira dos governos, em consequência exercem influências diretas sobre os mercados de capitais pela fuga de investidores. Ocorre também o aumento dos custos de dívida relacionados à alta das taxas de juros e da inflação, além do aumento do prêmio cobrado pelos credores internacionais para compensar o risco inerente aos países. Neste contexto, observa-se vários estudos apresentam evidências empíricas dos efeitos do *rating* soberano tanto no desempenho quanto do endividamento das firmas (Cai, Kim & Wu, 2019; Chen *et al.*, 2013; Jesuka & Peixoto, 2021; Joo & Parhizgari, 2020; Medina & di Pietro, 2019).

Chen *et al.* (2013) investigaram os efeitos da mudança do *rating* soberano de 48 países no investimento corporativo no período de 1983 a 2009, encontraram que houve aumentos significativos no crescimento do investimento privado após o aumento dos *ratings* soberanos, entretanto, observaram quedas significativas e temporárias no investimento após rebaixamentos do *rating* soberano. Medina e di Pietro (2019) investigaram os efeitos das mudanças do *rating* na velocidade do ajuste de alavancagem das empresas europeias listadas no período 2004-2014, e reportaram que uma decisão de *downgrade* do *rating* se ajusta mais lentamente a estrutura de capital do que um *upgrade*. Cheikh *et al.* (2021) descobriram que há uma independência entre a variação *rating* soberano e das taxas de juros e cobertura da dívida das empresas financeiramente mais saudáveis localizadas em 28 países considerados pela Moody's.

As agências de *rating* são bastante criticadas pelas suas diversas falhas na prevenção de diversas crises ocorridas no sistema financeiro internacional. Entretanto, como não é o foco deste trabalho, esses aspectos não serão abordados. A partir das evidências apresentadas, pode-se observar que o *rating* soberano desempenha um papel crucial para os países, considerando que o rebaixamento exerce um efeito imediato no preço das ações no mercado de capitais, assim como dificulta a tomada de empréstimo das empresas devido à elevação dos custos de captação externa. Neste contexto, considerando que os países da América Latina sofreram várias mudanças na sua classificação de risco soberano, espera-se que um aumento da qualidade de risco de crédito exerça um impacto positivo na estrutura de capital e no valor das empresas, conforme expressa na hipótese seguinte:

**H2:** Há uma relação positiva entre o *rating* soberano e a estrutura de capital das empresas Latina América.

### 3 Metodologia

#### 3.1 Amostra e fontes de dados

Para investigar os efeitos do *rating* soberano e da governança corporativa na estrutura de capital, utilizou-se uma amostra inicial de 906 companhias não financeiras, listadas nas bolsas de valores localizadas na Argentina, Bolívia, Chile, Colômbia, Equador, México, Peru e Venezuela no período de 2004 a 2018. Por não possuírem dados de governança corporativa no período, Bolívia, Equador e Venezuela foram excluídos da amostra. Com isso, chegou-se à amostra final composta por 823 companhias. Todos os dados financeiros, de governança corporativa e do *rating* soberano foram coletados na base da Eikon - Thomson Reuters. O período entre 2004 e 2018 foi escolhido para observar os impactos da crise de 2008 sobre as empresas na América Latina, além disso, percebe-se que Argentina, Brasil e Peru sofreram vários aumentos e rebaixamentos da classificação de risco pelas principais agências de *rating*.

#### 3.2 Variáveis do estudo

Assim como Kieschnick e Moussawi (2018), Krichene e Khoufi (2016) e Vazquez, Carrera e Cornejo (2020), nesta pesquisa a estrutura de capital foi medida pela alavancagem financeira (ALAV) calculada pela razão entre dívida total e o ativo total, dívida em longo prazo (DIVLP) que é a razão entre dívida em longo prazo e o ativo total e dívida sobre patrimônio (DIVPL) que é calculada pela razão entre dívida total e o patrimônio Líquido. Baseando na literatura, considerou-se as seguintes variáveis independentes e de controle conforme apresentado na Tabela 1.

Tabela 1 Resumo das variáveis do estudo

Variável	Símbolo	Métrica	Sinal Esperado	Autor base
<b>Alavancagem</b>	ALAV	Dívida total / Ativo Total	-	Kieschnick e Moussawi (2018)
<b>Dívida de Longo Prazo</b>	DIVLP	Dívida de Longo prazo / Ativo Total	-	Vijayakumaran e Vijayakumaran (2019)
<b>Dívida sobre Patrimônio</b>	DIVPL	Dívida total / Patrimônio Líquido	-	Afonso, Furceri e Gomes (2012);
<b>Tamanho do Conselho</b>	BSIZE	Número de membros no conselho de administração	-	Bansal e Sharma (2016); Turrent e García (2015)
<b>Dualidade CEO/ Presidente do conselho</b>	DPCEO	variável <i>dummy</i> 1 se o presidente do conselho é o CEO, 0 caso contrário	+/-	Jaradat (2015); Kieschnick e Moussawi (2018); Yang e Zhao (2014);
<b>Dualidade CEO Membro do Conselho</b>	CEOMC	variável <i>dummy</i> 1 se o CEO é também membro do conselho e 0, caso contrário.	+/-	Ararat, Black e Yortoglu (2017) Kieschnick e Moussawi (2018)
<b>Comitê de Auditoria</b>	AUD_C	variável <i>dummy</i> 1 se existe um comitê de auditoria e 0, caso contrário	+	Ararat, Black e Yortoglu (2017), Bansal e Sharma (2016)
<b>Independência do Comitê de Auditoria</b>	AUD_IND	Porcentagem de membros independentes no comitê de auditoria.	+	Aldamen <i>et al.</i> (2012) Arslan et al., (2014) Bansal e Sharma (2016)

<b>Expertise do comitê de Auditoria</b>	AUD_EXP	Variável <i>dummy</i> , 1 se os membros do comitê têm expertise em finanças e 0, caso contrário.	+	Ghafran e O'Sullivan, (2017); Sultana e Mitchell (2015); Aldamen <i>et al.</i> (2012)
<b>Rating Soberano</b>	RATS	Média anual das pontuações de Standard & Poor, Moody's e Fitch Rating, transformado de 0 a 21.	+	Chen <i>et al.</i> (2013); Jesuka e Peixoto (2021); Joo e Parhizgari (2020)
<b>Tamanho da Firma</b>	TAM	Ln (Ativo Total)	+	Turrent & García (2015); Alqatamin (2018)
<b>Market-to-Book</b>	MTB	Valor de mercado/ Patrimônio Líquido	+	Ararat, Black e Yortoglu (2017),
<b>Liquidez Corrente</b>	LC	Ativo Circulante / Passivo Circulante	+	Kieschnick e Moussawi (2018)
<b>Investimento</b>	INV	CAPEX / Ativo Total	+	Yang e Zhao (2014)

Fonte: Elaborado pelos autores.

### 3.3 Modelo econométrico

Estudos realizados em nível multipaís utilizam os métodos tradicionais estimados pelos Mínimos Quadrados Ordinários (Turrent & García, 2015; Wang & Esqueda, 2014). Porém, estes métodos são bastante criticados na literatura, por considerarem a distribuição normal dos erros-padrão e por assumirem que a variância é constante, os estimadores podem ser viesados e inconsistentes (Fávero & Confortini, 2010; Goldszmidt, Brito & Vasconcelos, 2011). Fávero *et al.* (2009) destacam que os modelos hierárquicos são mais adequados quando os dados aninhados em níveis diferentes, e proporciona uma visão generalizada dos estimadores que permite observar a variação da variável dependente em cada nível, além de reduzir os problemas de endogeneidade.

Assim como Bernardo, Albanez e Securato (2018) e Jesuka e Peixto (2021) utilizou-se o modelo de regressões hierárquicas lineares de três níveis e com medidas repetidas para observar o comportamento da estrutura de capital de cada firma, em cada país ao longo do tempo. Os modelos foram estimados pela máxima verossimilhança (*Full maximum likelihood* - ML) sem preditores. Para o primeiro nível, na equação (1) considerou-se a função linear para a média da estrutura de capital  $Y_{ikt}$  assumido ao longo do período t, em cada firma i e em cada país k.:

$$Y_{ikt} = \beta_{0ik} + e_{ikt} \quad \sim \text{ND}(0, \sigma_e^2) \quad (1)$$

Em que  $\beta_{0ik}$  é a estrutura de capital média assumida durante todo período t (anos), para a firma i no país k e o erro aleatório  $e_{tik}$  que é a variação na estrutura de capital da uma firma ao longo de tempo e a variação dos fatores omitidos. O termo de erro aleatório assume uma distribuição normal com a média zero e variância  $\sigma^2$ . Em seguida, no segundo nível considerando o coeficiente da equação (1) como variável dependente, estimou-se na equação (2) a estrutura de capital média  $\beta_{0ik}$  de todo período para cada firma i e cada país k.

$$\beta_{0ik} = \beta_{00k} + \mu_{ik} \quad \sim \text{ND}(0, \sigma_{\mu}^2) \quad (2)$$

No segunda nível investigou-se a estrutura de capital médio assumida durante todo o período e para todas as firmas, no país k representado pela expressão  $\beta_{00k}$ , e  $\mu_{ik}$  o termo de erro aleatório para a firma i no país k que assume uma distribuição normal com a média zero e variância  $\sigma^2$ . Por fim, no último nível foi estimada na equação (3) a função linear da estrutura de capital média para todas as empresas, todo o período e em cada país  $\beta_{00k}$ .

$$\beta_{00k} = \beta_{000} + \varepsilon_{ik} \quad \sim \text{ND}(0, \sigma_{\varepsilon}^2) \quad (3)$$

Onde  $\beta_{000}$  é a estrutura de capital assumida durante todo o período para todas as firmas em todos os países, mais o efeito aleatório  $\varepsilon_{ik}$ , com uma distribuição normal com a média zero e variância  $\sigma^2$ . Após a estimação dos modelos para os três níveis, estimou-se na equação (4) o modelo hierárquico para investigar a relação os efeitos da governança corporativa e do *rating* soberano sobre a estrutura de capital incluindo as variáveis de controle.

$$\text{ENDIVIDAMENTO}_{ikt} = \beta_{000} + \beta_1 \text{GOV}_{i,k,t} + \beta_2 \text{RATS}_{k,t} + \beta_3 \text{CONT}_{i,k,t} + \varepsilon_{ik} + \mu_{ik} + e_{tik} \quad (4)$$

Onde  $\text{DIVIDA}_{ikt}$  representa o conjunto das variáveis da estrutura de capital (Alavancagem, Dívida em Longo Prazo, Dívida em Curto Prazo e Dívida sobre o Patrimônio) da firma i no país k e no tempo t.  $\text{GOV}_{i,k,t}$ : representa o conjunto das sete variáveis de governança corporativa.  $\text{RATS}_{k,t}$  é o *rating* soberano de cada país no tempo t.  $\text{CONT}_{i,k,t}$  representa as variáveis de controle.  $\varepsilon_{ik}$  é o efeito aleatório de país k;  $\mu_{ik}$ : o efeito aleatório da firma i no país k, e  $e_{tik}$  é o termo de erro aleatório que é a variação na estrutura de capital da iésima firma e no késima país ao longo do tempo.

## 4 Análise dos resultados

### 4.1 Análise descritiva

Os resultados da Tabela 2 apresentam a média e o desvio padrão das variáveis para a amostra geral e a média para cada país, além do teste de anova para comparação das médias entre os países. Para as variáveis de estrutura de capital, observa-se que Brasil e México representando mais do que a metade da amostra, apresentam médias de alavancagem iguais à 0,28 e 0,25 respectivamente, enquanto da amostra geral foi de 0,23. Ademais, Argentina, Chile, Colômbia e Peru possuem uma média de alavancagem que varia entre 0,18 e 0,20. No que diz respeito ao nível de endividamento a longo prazo, todos os países mostram valores próximos, exceto o Brasil e o México que registraram 0,172 e 0,178 nesta ordem. Argentine e

México registraram uma relação dívida sobre patrimônio líquido de 0,829 e 0,746 respectivamente, acima da média geral de 0,663.

Os resultados para as variáveis explicativas apresentam um panorama sobre o avanço da adoção de práticas de governança corporativa pelas empresas latino americanas. Em relação as variáveis relacionadas ao conselho de administração, percebe-se que, em média, nos seis países, as firmas possuem um conselho de administração composto por cerca de 8 membros, sendo que a Argentina e o México têm em média de 13 membros. De modo geral, em média, em 46,4% das empresas o diretor presidente (CEO) é também um membro ativo do conselho de administração, enquanto isso, em 23,1% ele é também presidente do conselho de administração. Há dualidade das funções CEO/Presidente do conselho em 39,2% das empresas e membro de conselho em 78,2% no México.

Das variáveis relacionadas a auditoria, em média 49,4% das companhias possuem um comitê de auditoria, 63,04% dos membros do comitê são independentes e 32,3% têm expertise em auditoria, ou seja, são especialistas em Administração, Contabilidade e áreas afins. Argentina, Colômbia e México foram os países, nos quais aproximadamente mais de 98% das empresas possuem um comitê de auditoria em média, entre 82,22% e 98,02% dos auditores são independentes e o México foi o único país em que se observa uma média de 72% de membros com expertise no comitê de auditoria, em relação às suas contrapartes.

**Tabela 2 Estatística descritiva das variáveis**

Variável	Obs.	Argentina	Brasil	Chile	Colômbia	México	Peru	Amostra Gral		ANOVA
								Média	Dev. Padrão	
ALAV	10242	0.196	0.279	0.204	0.18	0.248	0.187	0.231	0.187	<b>222.88***</b>
DIVLP	10185	0.107	0.172	0.148	0.12	0.178	0.112	0.149	0.147	<b>136.18***</b>
DIVPL	10247	0.649	0.829	0.558	0.409	0.746	0.462	0.663	0.864	<b>63.72***</b>
Bsize	5297	13.02	7.352	8.2	8.142	13.65	8.471	8.593	4.205	<b>768.14***</b>
DPCEO	4916	0.204	0.256	0.138	0.099	0.392	0.212	0.241	0.428	<b>455.66***</b>
CEOMC	4793	0.563	0.495	0.071	0	0.782	0.446	0.464	0.499	<b>299.40***</b>
AUDC	4635	0.963	0.33	0.458	0.98	0.99	0.6	0.494	0.5	<b>350.09***</b>
AUDIND	2618	46.53	54.28	59.74	82.22	98.02	36.15	63.04	39.9	<b>763.23***</b>
AUDEXP	4358	0.499	0.264	0.156	0.285	0.719	0.2	0.323	0.468	<b>53.67***</b>
RATS	12345	6.022	12.16	17.8	12.6	14.62	13.24	13.17	3.398	<b>275.15***</b>
INV	8938	0.053	0.0481	0.048	0.0399	0.0527	0.048	0.049	0.0445	<b>37.90***</b>
TAM	10270	18.68	20.08	19.37	19.52	20.6	18.92	19.66	2.106	<b>201.81***</b>
MTB	8666	2.347	2.537	2.342	1.658	2.663	1.63	2.323	2.455	<b>476.14***</b>
LC	9968	1.568	1.754	1.914	1.821	2.015	1.929	1.834	1.395	<b>73.73***</b>

Nota: \*\*\* representa significância ao nível de 5%. Fonte: Resultados da pesquisa

No que diz respeito ao *rating* soberano (RATS), com uma média de 13, pode-se destacar que em média os países da região estiveram no grau de investimento, nos relatórios

de classificação de risco emitidos pelas três agências de *rating*. Cabe destacar que Argentina esteve no nível mais baixo do ranking registrando uma média igual a 6 proporcional à CCC+, enquanto isso, o Brasil teve uma média igual a 12,16 equivalente à BB+ um nível abaixo do grau de investimento. Consoante, executou-se o teste de ANOVA para verificar se há diferença de médias para todas as variáveis entre os países. Como era esperado, os resultados do teste apresentados na Tabela 2 apontam que há diferença de média significativa ao nível de 5% para todas as variáveis entre os países.

Na Tabela 3 (em Apêndice) são apresentados os resultados da análise de correlação de Pearson entre as variáveis do estudo. Conforme observado, todas as variáveis de governança corporativa, do *rating* soberano e de controle registraram grau de associação relativamente baixos, indicando possivelmente que não existem problemas de multicolinearidade. Realizou-se o teste *Variance Inflation Factors – VIF* para cada uma das regressões e os resultados apresentaram valores menor de 3 confirmando que não há problema de multicolinearidade nos modelos.

**Tabela 3 Análise de correlação de Pearson**

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
(1) ALAV	1.00													
(2) DIVLP	0.81*	1.00												
(3) DIVPL	0.24*	-0.13*	1.00											
(4) INV	0.08*	0.13*	-0.04*	1.00										
(5) TAM	0.29*	0.42*	-0.17*	0.14*	1.00									
(6) MTB	0.39*	0.34*	0.26*	0.10*	0.15	1.00								
(7) LC	-0.32*	-0.15*	-0.49*	-0.09*	-0.09*	-0.07*	1.00							
(8) BSIZE	0.05*	0.16*	-0.18*	0.15*	0.51*	0.04*	0.22*	1.00						
(9) AUDIND	-0.04	0.07*	-0.09*	0.07*	0.32*	0.15*	0.16*	0.20*	1.00					
(10) DCEOC	-0.06*	-0.09*	0.06*	-0.07*	-0.07*	0.01	-0.01	0.03*	0.23*	1.00				
(11) DPCEO	0.02	-0.02	0.05*	-0.08*	-0.06*	0.01	0.04*	0.01	0.14*	0.38*	1.00			
(12) AUD_C	0.05*	0.17*	-0.17*	0.12*	0.42*	0.18*	0.25*	0.54*	0.27*	-0.027	-0.01	1.00		
(13) AUDEXP	0.01	0.06*	-0.08*	0.08*	0.13*	0.13*	0.02	0.29*	0.15*	0.07*	0.03	0.52*	1.00	
(14) RATS	-0.02*	0.05*	-0.22*	0.01	0.06*	0.02*	0.27*	-0.08*	0.16*	-0.13*	0.01	-0.07*	-0.09*	1.00

Fonte: Resultados da pesquisa

#### 4.2 Análise dos modelos

A Tabela 4 apresenta os resultados dos modelos nulos ou vazios, que a partir dos interceptos aleatórios leva em consideração a média das variáveis que medem a estrutura de capital (Alavancagem Financeira; Dívida em longo prazo e Dívida sobre Patrimônio Líquido) para as empresas latino americanas. Estes modelos que não incluem as variáveis explicativas mostram o grau de influência de cada nível na variação das variáveis dependentes por meio da decomposição das variâncias que é representada pelo Índice de Correlação Interclasse - ICC.

Como pode-se observar, o nível país teve menor influência sobre a variação da estrutura de capital indicando que entre 3,5% e 2,79% da variação nessa variável é devido ao fato de as companhias estarem localizadas nos seus respectivos países. Para o nível firma, este é responsável pela maior parte da variação nos níveis de endividamento das empresas (entre 62.39% e 47,93%) ao longo do período. O nível tempo, por sua vez, contribuiu entre 49.28% e 34.43% na variação da estrutura de capital. De modo geral, os resultados dos modelos nulos apontam que as características próprias das firmas assumem um papel importante na escolha de sua estrutura de capital. Os testes de máxima verossimilhança (Teste LR) sendo significantes a nível de 1%, indicam que o modelo multinível é mais adequado do que os modelos estimados pelos mínimos quadrados ordinários.

**Tabela 4 Estrutura de Dívida das empresas localizadas em países do BRICS – Modelo nulo**

	<b>ALAV</b>	<b>DIVLP</b>	<b>DIVPL</b>
<b>Observações</b>	10242	10185	10247
<b>Efeitos Fixos</b>	Coeficiente	Coeficiente	Coeficiente
<b>Intercepto</b>	<b>5.706***</b>	<b>15.562***</b>	<b>23.519</b>
<b>Estimadores (variância) - Parâmetros de Efeitos Aleatórios</b>			
<b>País</b>	0.0011	0.0020	0.0209
<b>Empresa</b>	0.0209	0.4123	0.3384
<b>Tempo</b>	0.0027	0.0052	0.0114
<b>Total</b>	0.0247	0.4395	0.3707
<b>Coefficiente de Correlação Interclasse (ICC)</b>			
<b>Nível 3 (País)</b>	3.18%	3.5%	2.79%
<b>Nível 2 (Empresa)</b>	62.39%	61.07%	47.93%
<b>Nível 1 (Tempo)</b>	34.43%	35.43%	49.28%
<b>Total</b>	100.00%	100.00%	100%
<b>Teste LR (Chi2)</b>	<b>7510.23***</b>	<b>2529.9***</b>	<b>4665***</b>
<b>Wald</b>	<b>95.88***</b>	<b>13.16***</b>	<b>57.24***</b>

Nota: ALAV- Alavancagem Financeira; DIVLP – Dívida em longo prazo; DIVPL – Dívida sobre Patrimônio líquido \*\*\*, \*\* e \* indicam significância de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Os resultados das regressões que investigam os impactos do *rating* soberano e da governança corporativa sobre a estrutura capital das empresas latino-americana são apresentados na Tabela 5. Em um primeiro modelo analisou-se a relação entre o *rating* soberano e as variáveis de endividamento, incluído as variáveis de controle, e em seguida inclui-se em um segundo modelo as variáveis de governança corporativa para observar suas influencias nessa relação na presença do *rating* soberano.

Como pode-se observar no modelo 1, o *rating* soberano (RATS) apresenta uma relação estatisticamente negativa a nível de 5% com a alavancagem financeira indicando que as empresas latino americanas são menos alavancadas quando seus respectivos países possuem melhor classificação de risco soberano pelas agências de *rating*. No modelo 2, observa-se que

a variável manteve seu efeito negativo e reduz o seu nível de significância na presença das variáveis de governança. Nota-se que apenas a independência do comitê de auditoria (AUD\_IND) apresentou uma relação estatisticamente significativa e negativa com a alavancagem das firmas, indicando que quanto maior o número de membros independentes nos comitês de auditoria, menor será a alavancagem das firmas, corroborando com o estudo de Arslan et al., (2014).

Estes resultados rejeitam a hipótese (2) do estudo e parcialmente a hipótese (1) e não corrobora os estudos de Sajjad e Zakaria (2018) e Joo e Parhizgari (2020) que destacaram a boa qualidade do *rating* soberano reduz os custos de capitais e incentiva o aumento do endividamento das firmas. Neste aspecto, considerando que no período observado alguns países latino americanos a exemplo da Argentina, Brasil, Colômbia e Peru sofreram várias mudanças na classificação do *rating* pelas agências, pode-se inferir que, diante de um cenário com perspectiva de rebaixamento, as empresas evitam se alavancar para se prevenir as consequências negativas de uma perda do grau de investimento.

A presença do *rating* pode explicar a razão pela qual a maior parte das variáveis de governança não afetam o endividamento das firmas, uma vez que o mesmo apresenta um panorama do ambiente político-econômico interno dos países. As relações encontradas pelas variáveis de controle são condizentes com a literatura que afirma que quando há alto nível de liquidez, as empresas não se alavancam para financiar seus investimentos (Kieschnik & Moussawi, 2018; M'ng, Rahman & Sannacy, 2017), por outro lado, as grandes companhias encontram menos restrições financeiras, portanto são mais alavancadas.

No modelo 3, a mesma relação se manteve negativa com a dívida em longo prazo ao nível 1%, destacando que em período de boa classificação de risco dos países na América Latina, há uma redução no endividamento em longo prazo das empresas. Mais uma vez, os resultados refletem a estratégia das companhias da região que reduzem seus níveis de dívida mesmo em períodos de melhores *rating* soberano dos seus respectivos países, quando se considera a instabilidade política e econômica que neles reina.

Nota-se, que no modelo 4 o *rating* passou a exercer um efeito positivo sobre o DIVLP na presença das variáveis de governança corporativas, cuja, somente a independência do comitê de auditoria apresentou uma relação estatisticamente negativa ao nível de 1%, assim como foi encontrado para o modelo de alavancagem. Este fato pode sinalizar que a adoção de melhores práticas de governança pode levar as firmas a se endividar em período boa classificação de risco soberano. Todas as variáveis de controle mantiveram comportamento,

em o Market-to-Book e o tamanho da firma com relação positiva enquanto isso, a liquidez corrente e o investimento se relacionam de forma negativa com o endividamento em longo prazo.

**Tabela 5 Os efeitos do rating soberano e da governança corporativa sobre a Estrutura de capital**

Variáveis do Modelo	ALAV		DIV LP		DIVPL	
	Modelo 1	Modelo2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6
INV	<b>-0.1464***</b> (0.0355)	<b>-0.2397***</b> (0.0824)	0.0019 (0.0296)	<b>-0.1439**</b> (0.0710)	<b>-1.2059***</b> (0.1612)	<b>-1.0885***</b> (0.4158)
TAM	<b>0.0226***</b> (0.0019)	<b>0.0456***</b> (0.0047)	<b>0.0336***</b> (0.0015)	<b>0.00537***</b> (0.0038)	<b>-0.1467***</b> (0.0079)	<b>-0.2115***</b> (0.0213)
MTB	<b>0.0134***</b> (0.0007)	<b>0.0172***</b> (0.0016)	<b>0.0101***</b> (0.0006)	<b>0.0114***</b> (0.0014)	<b>0.2044***</b> (0.0032)	<b>0.1757***</b> (0.0081)
LC	<b>-0.0284***</b> (0.0016)	<b>-0.0328***</b> (0.0016)	<b>-0.0011***</b> (0.0012)	-0.0012 (0.0030)	<b>-0.0706***</b> (0.0063)	<b>-0.0972***</b> (0.0175)
RATS	<b>-0.0019**</b> (0.0009)	<b>-0.0034*</b> (0.0020)	<b>-0.0028***</b> (0.0008)	<b>0.0060***</b> (0.0018)	0.0048 (0.0038)	<b>0.0234**</b> (0.0100)
BSIZE		-0.0007 (0.0013)		0.0038 (0.0011)		-0.0037 (0.0065)
CEOMC		0.0074 (0.0112)		-0.0120 (0.0095)		-0.0334 (0.0557)
DPCEO		0.0004 (0.0123)		0.0011 (0.0108)		-0.0226 (0.0623)
AUD_C		-0.0159 (0.0138)		0.0140 (0.0118)		<b>-0.1846***</b> (0.0696)
AUD_IND		<b>-0.0040***</b> (0.0001)		<b>-0.0030***</b> (0.0002)		<b>-0.0011***</b> (0.0007)
AUD_EXP		-0.0033 (0.0085)		0.0069 (0.0073)		-0.0251 (0.0428)
_Constante	<b>0.1701***</b> (0.0414)	<b>0.6025***</b> (0.0988)	<b>-0.5037***</b> (0.0333)	<b>-0.8646***</b> (0.0827)	<b>-2.4841***</b> (0.1702)	<b>3.5012***</b> (0.4846)
Observações	7688	1480	7677	1479	7688	1480
VIF	1.16	1.18	1.17	1.19	1.15	1.18
Wald	<b>1069.55***</b>	<b>362.88***</b>	<b>850.47***</b>	<b>331.41***</b>	<b>4914.06***</b>	<b>655.88***</b>
LR	<b>5124.14***</b>	<b>867.59***</b>	<b>4246.07***</b>	<b>779.51***</b>	<b>3951.62***</b>	<b>681.47***</b>

Nota: \*\*\*, \*\* e \* indicam significância aos níveis de 1%, 5% e 10% respectivamente.

Fonte: resultados da pesquisa

Por fim, os resultados do modelo 5 mostram que o *rating* soberano não apresentou um efeito estatisticamente significativo sobre a relação dívida sobre o patrimônio líquido. Investimento, tamanho da firma e liquidez correndo reduzem a dívida sobre o patrimônio, porém o Market-to-Book o eleva, sendo consistente com a literatura (Ellili, 2020; Hromei, 2021; Jaradat, 2015). No modelo 6, incluindo as variáveis de governança corporativa, o *rating* soberano passou a exercer uma relação positiva ao nível de 5%, diferentemente dos modelos 2 e 4, além da independência do comitê de auditoria, a existência deste passou a exercer um impacto negativo sobre o endividamento das empresas ao nível de %.

De modo geral, corroborando com os achados de Krichene e Khoufi (2016) para as firmas nos Estados Unidos, os resultados deste estudo mostram que na ausência de mecanismos de governança corporativa, o *rating* soberano dos países da América Latina é um fator importante que é considerado pelas companhias na escolha de suas estruturas de capital. As evidências rejeitam a primeira hipótese (H2) para a alavancagem e a dívida em longo prazo, e a confirma para o endividamento em longo prazo e a relação dívida sobre o patrimônio. Assim como Ghafran e O'Sullivan, (2017) e Sultana e Mitchell (2015), infere-se que possuir um comitê de auditoria, e garantir sua independência pode facilitar o acesso as fontes de financiamento, porém, isto é um fator redutor dos níveis de endividamento das empresas latino americanas. A significância estatística dos testes de máxima verossimilhança (LR) e de Wald indicam que a regressão multinível é a mais adequada para os modelos.

## **5 Considerações Finais**

Este estudo analisou a relação entre governança corporativa e estrutura de capital das empresas latino americanas, considerando as implicações do *rating* soberano no período de 2004 a 2018. O resultado das regressões hierárquicas de 3 níveis adotadas mostrou que o nível firma é o maior responsável pela variação na estrutura de capital das companhias na América Latina, enquanto o nível país teve maior influência na variação no endividamento de longo prazo. Os testes de máxima verossimilhança (LR) mostraram que os estimadores da regressão multinível forneceram melhores estimadores do que os outros métodos tradicionais.

A partir dos resultados encontrados, pode-se concluir que na ausência de mecanismos de governança corporativa, o *rating* soberano é um dos fatores não controlados pelos gestores que pode explicar a estrutura de capital das empresas latino americanas, que por estratégias de gestão, reduzem seus níveis de dívida para se proteger diante da constante variação do *rating* soberano dos seus respectivos países. Sua relação na presença dos mecanismos de governança corporativa indica quão importante é suas implicações nas decisões dos gestores. Cabe

destacar que a adoção de mecanismos de governança aumenta ainda mais a influência do *rating* soberano no endividamento das firmas. No que diz respeito à adoção das práticas de governança, pode-se dizer que as evidências encontradas indicam que no cenário latino americano, mesmo com possuindo comitê de auditoria e manter membros independentes nele, as firmas escolhem reduzir seus níveis de endividamento, para se proteger diante das instabilidades do mercado de captação externo.

Os achados deste trabalho fornecem evidências que contribuem com literatura financeira abordando fatores controlados e não controlados pelos gestores que influenciam significativamente a estrutura de capital das empresas latino americanas. Neste sentido, contribui-se com a literatura fornecendo suporte que pode esclarecer o entendimento sobre a teoria da agência e a assimetria da informação. Por ser pouco utilizada em trabalhos empíricos no campo de finanças corporativas, o modelo de regressão multinível empregado validar os resultados. Como contribuição prática, este estudo pode auxiliar os gestores na escolha de mecanismos de governança que podem ser adotados para orientar suas decisões estratégicas de endividamento para reduzir os problemas de agência entre os acionistas, credores e os *stakeholders*. Levantou-se a necessidade para que os governos da América Latina atuem no sentido de favorecer um ambiente econômico e político estável para atrair investidores externos para as empresas de seus respectivos países.

Este trabalho teve algumas limitações dentre as quais pode-se destacar a falta de dados de governança corporativa para os outros países da América Latina, o que pode sinalizar um atraso destas nações em relação a adoção de boas práticas de governança. Pesquisas futuras podem replicar este estudo utilizando outros métodos e explorar outros aspectos que não foram contemplados.

## 6. Referências

- Afonso, A., Furceri, D., & Gomes, P. (2012). Sovereign credit ratings and financial markets linkages: application to European data. *Journal of International Money and Finance*, 31(3), 606-638. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2012.01.016>
- Ahmed, D., Shahab, Y., Ullah, F., & Ye, Z. (2020). Investor sentiment and insurers' financial stability: do sovereign ratings matter?. *The Geneva Papers on Risk and Insurance-Issues and Practice*, 45(2), 281-312.
- Aldamen, H., Duncan, K., Kelly, S., McNamara, R., & Nagel, S. (2012). Audit committee characteristics and firm performance during the global financial crisis. *Accounting & Finance*, 52(4), 971-1000. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2011.00447.x>
- Ararat, M., Black, B. S., & Yurtoglu, B. B. (2017). The effect of corporate governance on firm value and profitability: Time-series evidence from Turkey. *Emerging Markets Review*, 30, 113-132.

- Arslan, M., Zaman, R., Malik, R. K., & Mehmood, A. (2014). Impact of CEO duality and audit committee on firm performance: A study of oil & gas listed firms of Pakistan. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(17), 151-156.
- Bajaj, Y., Kashiramka, S. & Singh, S. (2020), "Capital structure dynamics: China and India (Chindia) perspective", *European Business Review*, Vol. 32 No. 5, pp. 845-868.
- Bansal, N., & Sharma, A. K. (2016). Audit committee, corporate governance and firm performance: Empirical evidence from India. *International Journal of Economics and Finance*, 8(3), 103.
- Berkman, A. N., Iskenderoglu, O., Karadeniz, E., & Ayyildiz, N. (2016). Determinants of Capital Structure: The Evidence from European Energy Companies. *International Journal of Business Administration*, 7(6), 96-106. <https://doi.org/10.5430/ijba.v7n6p96>
- Bernardo, C. J., Albanez, T., & Securato, J. R. (2018). Fatores Macroeconômicos e Institucionais, Composição do Endividamento e Estrutura de Capital de Empresas Latino-Americanas. *Brazilian Business Review*, 15(2), 152-174.
- Boumparis, P., Milas, C., & Panagiotidis, T. (2019). Non-performing loans and sovereign credit ratings. *International Review of Financial Analysis*, 64, 301-314.
- Bustillo, I., Perrotti, D. E., & Velloso, H. (2018). Sovereign credit ratings in Latin America and the Caribbean: Trends and impact on debt spreads. *Studies and Perspective Series*, 18, 1-52. <https://doi.org/10.1353/eco.2019.0011>
- Buvanendra, S., Sridharan, P., & Thiyagarajan, S. (2017). Firm characteristics, corporate governance and capital structure adjustments: A comparative study of listed firms in Sri Lanka and India. *IIMB management review*, 29(4), 245-258.
- Cai, P., Kim, S. J., & Gan, Q. (2016). The effects of sovereign credit rating on foreign direct investment. In *Proceedings of 15th World Business Research Conference* (pp. 25-26).
- Cantor, R., & Packer, F. (1996). Sovereign risk assessment and agency credit ratings. *European Financial Management*, 2(2), 247-256.
- Cheikh, N. B., Hmiden, B., Zaied, Y. B., & Boubaker, S. (2021). Do sovereign credit ratings matter for corporate credit ratings?. *Annals of Operations Research*, 297(1), 77-114.
- Chen, S. S., Chen, H. Y., Chang, C. C., & Yang, S. L. (2016). The relation between sovereign credit rating revisions and economic growth. *Jour. of Banking & Finance*, 64, 90-100.
- Chen, P. F., He, S., Ma, Z., & Stice, D. (2016). The information role of audit opinions in debt contracting. *Journal of Accounting and Economics*, 61(1), 121-144.
- 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.
- Detthamrong, U., Chancharat, N., & Vithessonthi, C. (2017). Corporate governance, capital structure and firm performance: Evidence from Thailand. *Research in International Business and Finance*, 42(6), 689-709. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.011>
- Dierker, M., Lee, I., & Seo, S. W. (2019). Risk changes and external financing activities: Tests of the dynamic trade-off theory of capital structure. *Journal of Empirical Finance*, 52, 178-200.
- Ellili, O. D. N. (2020). Environmental, social, and governance disclosure, ownership structure and cost of capital: Evidence from the UAE. *Sustainability*, 12(18), 7706.
- Fávero, L. P.; Belfiore, P.; Silva, F. L. Da; Chan, B. L. (2009) Análise de dados – modelagem multivariada para tomada de decisões. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier.
- Fávero, L. P. L., & Confortini, D. (2010). Modelos multinível de coeficientes aleatórios e os efeitos firma, setor e tempo no mercado acionário Brasileiro. *Pesquisa Operacional*, 30(3), 703-727. <https://doi.org/10.1590/S0101-74382010000300011>
- Feng, Y., Hassan, A., & Elamer, A. A. (2020). Corporate governance, ownership structure and capital structure: evidence from Chinese real estate listed companies. *International Journal of Accounting & Information Management*. 28(4), 759-783.

- Freitas, A. D. P. N., & Minardi, A. M. A. F. (2013). The impact of credit rating changes in Latin American stock markets. *Brazilian Administration Review*, 10(4), 439-461.
- Gaitán, S., Herrera-Echeverri, H., & Pablo, E. (2018). How corporate governance affects productivity in civil-law business environments: Evidence from Latin America. *Global Finance Journal*, 37, 173-185.
- Ghafran, C., & O'Sullivan, N. (2017). The impact of audit committee expertise on audit quality: Evidence from UK audit fees. *The British Accounting Review*, 49(6), 578-593.
- Goldszmidt, R. G. B., Brito, L. A. L., & de Vasconcelos, F. C. (2011). Country effect on firm performance: A multilevel approach. *Journal of Business Research*, 64(3), 273-279.
- Hromei, A. S. (2021). The Effect of Corporate Governance Characteristics on Capital Structure. Analysis on European Companies. *Practical Application of Science*, 9(25), 67-73.
- Jara, M., López-Iturriaga, F., San-Martín, P., & Saona, P. (2018). Corporate governance in Latin American firms: Contestability of control and firm value. *Business Research Quarterly*, 113 (18) 1 -18. <https://doi.org/10.1016/j.brq.2018.10.005>
- Jaradat, M. S. (2015). Corporate governance practices and capital structure: A study with special reference to board size, board gender, outside director, and CEO duality. *Int. Journal of Economics, Commerce and Management*, 3(5), 264-273.
- 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.
- 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.
- Jesuka, D. & Peixoto, F.M. (2021), Corporate governance and firm performance: does sovereign rating matter? *Corporate Governance*, <https://doi.org/10.1108/CG-08-2020-0369>
- Joo, M. H., & Parhizgari, A. M. (2021). A behavioral explanation of credit ratings and leverage adjustments. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 29, 100435.
- Kieschnick, R., & Moussawi, R. (2018). Firm age, corporate governance, and capital structure choices. *Journal of Corporate Finance*, 48, 597–614.
- Kisgen, D. J. (2019). The impact of credit ratings on corporate behavior: Evidence from Moody's adjustments. *Journal of Corporate Finance*, 58, 567-582.
- Krichene, A. F., & Khoufi, W. (2016). The Effects of Credit Ratings Grades' Change on Capital Structure: S & P 500. *The International Journal of Engineering and Science*, 5(2), 48-57. <https://doi.org/10.11114/afa.v2i2.1604>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate valuation. *Journal of Finance*, 57(3), 1147–1170.
- Leal, R. P. C., Carvalhal, A., & Iervolino, A. (2015). One Decade of Evolution of Corporate Governance Practices in Brazil. *Ssrn*, 13(1), 134–161.
- Marques, T. A., de Sousa Ribeiro, K. C., & Barboza, F. (2018). Corporate governance and debt securities issued in Brazil and India: A multi-case study. *Research in International Business and Finance*, 45, 257-270.
- Medina, S. R., & di Pietro, F. (2019). Rating and capital structure: How do the signs affect the speed of adjustment? *Journal of International Financial Management & Accounting*, 30(3), 188-202.
- M'ng, J. C. P., Rahman, M., & Sannacy, S. (2017). The determinants of capital structure: Evidence from public listed companies in Malaysia, Singapore and Thailand. *Cogent Economics & Finance*, 5(1), 1418609. <https://doi.org/10.1080/23322039.2017.1418609>
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*. v. 5. 147-175. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)

- Rahman, M. T. (2019). Testing trade-off and pecking order theories of capital structure: evidence and arguments. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 9(5), 63-70. <https://doi.org/10.32479/ijefi.8514>
- Rogers, D., Mendes-da-Silva, W., & Rogers, P. (2016). Credit rating change and capital structure in Latin America. *Brazilian Administration Review*, 13(2) 1-22.
- Ruiz, S. C. (2017). *Estructura de capital y gobierno corporativo en empresas de América Latina. casos de Brasil, Chile y México* (Doctoral dissertation, Universitat de València).
- Sajjad, F., & Zakaria, M. (2018). Credit rating as a mechanism for capital structure optimization: Empirical evidence from panel data analysis. *International Journal of Financial Studies*, 6(1), 13. <https://doi.org/10.3390/ijfs6010013>
- Shahar, W. S. S. & Manja, S. I. Determinants of Capital Structure. (2018) *Reports on Economics and Finance*, 4 (3), 139 – 149. <https://doi.org/10.12988/ref.2018.8113>
- Sultana, N., & Mitchell Van der Zahn, J. L. (2015). Earnings conservatism and audit committee financial expertise. *Accounting & Finance*, 55(1), 279-310.
- Tugba, D. (2019). Determinants of sovereign ratings in emerging countries with panel probit analysis. *International Journal of Engineering*, 3(1), 6-11.
- Turrent, G. D. C. B., & García, M. L. S. (2015). La composición del consejo de administración y la estructura accionaria como factores explicativos de la transparencia en el gobierno corporativo en Latinoamérica: evidencia en empresas cotizadas de Argentina, Brasil, Chile y México. *Estudios Gerenciales*, 31(136), 275-286.
- Vazquez, P., Carrera, A. & Cornejo, M. (2020), "Corporate governance in the largest family firms in Latin America", *Cross Cultural & Strategic Management*, 27(2), 137-163.
- Vijayakumaran, R., & Vijayakumaran, S. (2019). Corporate governance and capital structure decisions: Evidence from Chinese listed companies. *Journal of Asian Finance, Economics and Business* 6(3), 67-79. <https://doi:10.13106/jafeb.2019.vol6.no3.67>
- Wang, D., & Esqueda, O. A. (2014). National cultural effects on leverage decisions: Evidence from emerging-market ADRs. *Research in International Business and Finance*, 31, 152-177. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2013.06.006>
- White, L. J. (2010). Markets: The credit rating agencies. *Journal of Economic Perspectives*, 24(2), 211-26.
- Yang, T., & Zhao, S. (2014). CEO duality and firm performance: Evidence from an exogenous shock to the competitive environment. *Journal of banking & finance*, 49, 534-552.
- Zeitun, R., Temimi, A., & Mimouni, K. (2017). Do financial crises alter the dynamics of corporate capital structure? Evidence from GCC countries. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 63, 21-33. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2016.05.004>.