

Influência da Habilidade Gerencial no Custo da Dívida em Empresas Listadas na B3

BÁRBARA ZAMARKI NICANOR

Universidade do Oeste de Santa Catarina - UNOESC

ESTÉFANI PICINATTO

Universidade do Oeste de Santa Catarina – UNOESC

ANDRÉ CARLOS EINSWEILLER

Universidade do Oeste de Santa Catarina – UNOESC

Resumo

O setor bancário é uma das espinhas dorsais do sistema econômico que facilita a acumulação de capital e o crescimento econômico, principalmente por meio de sua função central de oferta de crédito (Vo & Nguyen, 2018; Vo, 2020). Os empréstimos bancários são a principal fonte de capital externo. Portanto, compreender os fatores que influenciam a contratação de empréstimos bancários é de vital importância para os gestores (Graham et al., 2008). E um desses fatores que influenciam o custo da dívida é a habilidade gerencial. O estudo teve como objetivo verificar a influência da habilidade gerencial no custo da dívida em empresas listadas na B3. Para tal, realizou-se pesquisa descritiva, documental e quantitativa, com dados coletados no banco de dados Economática, Formulários de Referência, Notas Explicativas e Relatórios da Administração disponibilizados no site da B3. A amostra selecionada totalizou 1.984 observações para o período de 2010 a 2018. Para mensurar o custo da dívida, identificou-se a razão entre as despesas financeiras e o passivo oneroso. Para a habilidade gerencial foi utilizada a métrica desenvolvida por Demerjian, Lev e McWay (2012), que é baseada na eficiência dos gestores em relação ao uso dos recursos para gerar receita e também foi utilizada nos estudos similares de Baik, Choi e Farber (2017), Demerjian, Lewis-Western e McVay (2017), Huang e Sun (2017) e García-Meca e García-Sánchez (2018). Para a análise dos dados, foi utilizada a regressão linear com uso do software SPSS®. Os resultados demonstraram que a habilidade gerencial está negativamente relacionada com o custo da dívida. Os resultados confirmam que, os gestores mais habilidosos na gestão dos recursos e, diante de bons resultados, estão propensos a adquirir empréstimos bancários com menor custo e, conseqüentemente, reduzem o risco de inadimplência e melhoram o desempenho futuro das empresas.

Palavras chave: Habilidade Gerencial, Custo da Dívida, Companhias abertas.

1 INTRODUÇÃO

O setor bancário é uma das espinhas dorsais do sistema econômico que facilita a acumulação de capital e o crescimento econômico, principalmente por meio de sua função central de oferta de crédito (Vo & Nguyen, 2018; Vo, 2020). Os empréstimos bancários são a principal fonte de capital externo. Portanto, compreender os fatores que influenciam a contratação de empréstimos bancários é de vital importância para os gestores (Graham et al., 2008). E um desses fatores que influenciam o custo da dívida é a habilidade gerencial.

Porém, é difícil compreender se os bancos avaliam a qualidade da alta administração ao tomar decisão para conceder o empréstimo para as empresas. Por outro lado, as empresas são operadas por gerentes que exercem influência significativa sobre decisões corporativas e são cruciais para o sucesso das empresas (Hambrick & Mason, 1984; Bertrand & Schoar, 2003). Ademais, sabe-se que uma gestão inadequada é considerada a maior causa generalizada de insolvência e falência das empresas (Altman & Hotchkiss; 2005).

Por um lado, a habilidade gerencial pode afetar o custo da dívida, sinalizando o futuro da empresa em termos de desempenho e reduzindo o efeito da informação. Por exemplo, Demerjian et al. (2012) e Choi et al. (2015) destacam que os gerentes de maior habilidade gerencial são mais eficientes na conversão de recursos da empresa em receitas, assim, melhorando o desempenho futuro da empresa e fluxos de caixa, e reduzindo o risco de inadimplência esperado.

Baik et al., (2011) e Demerjian et al., (2013) fornecem evidências de que gestores com maior habilidade gerencial reduzem a assimetria da informação por meio de qualificados demonstrativos contábeis. Afinal, o risco de informação de maneira não íntegra, clara e tempestiva são determinantes primários no ato de concessão do custo da dívida. Desse modo, espera-se que os credores bancários concedam um custo de empréstimo mais baixo para empresas que tenham gestores de maior habilidade gerencial em comparação com as empresas com gerentes de menor habilidade gerencial.

Diante ao que foi exposto, tem-se o seguinte problema de pesquisa: **qual a influência da habilidade gerencial no custo da dívida em empresas listadas na B3?** Para responder ao problema de pesquisa o estudo tem o objetivo de analisar a influência da habilidade gerencial no custo da dívida em empresas listadas na B3.

O estudo é relevante, uma vez que busca demonstrar como a habilidade gerencial pode influenciar no custo da dívida. Além do mais, contribui com pesquisas para complementar o entendimento sobre o assunto, apresentando uma análise completa com dados recentes em uma amostra abrangente.

A pesquisa justifica-se ainda por investigar um período de tempo distinto dos estudos abordados anteriormente, de um período de 09 (nove) anos, de 2010 a 2018. Em relação ao período inicial da análise, é importante destacar que foi determinado por ser o ano subsequente ao de adoção das normas internacionais de contabilidade (IFRS) e conter dados completos e verídicos.

Além disso, a pesquisa concorre para a expansão do conhecimento existente sobre a habilidade gerencial, visto ser um assunto importante e que tem sido investigado principalmente em nível internacional, como nos estudos de Francis et al. (2016); Bui et al. (2018) e Vo et al. (2020). Logo, também contribui com a literatura nacional, visto que ainda é um tema pouco investigado e que merece atenção no Brasil. Em âmbito nacional o estudo considera-se pertinente, pois ainda não existem pesquisas que investigaram se há relação da habilidade gerencial com o custo da dívida.

Ponderando a relevância da temática, diversos estudiosos têm procurado identificar os fatores que possam influenciar para o custo da dívida. Dentre os diversos fatores, destacam-se a agressividade tributária (Lopo Martinez & Da Silva, 2017; Martinez & Martins, 2016), governança corporativa (Barros, Da Silva & Voese, 2015; Fonseca & Silveira, 2016),

gerenciamento de resultados (Nardi & Nakao, 2009; Sincerre et al, 2016), evidênciação (Lima, 2009; Barros et al, 2015) e conexão política (Silva et al, 2018; Parente, 2020).

Em relação a influência da habilidade gerencial no custo da dívida, Francis et al. (2016); Bui et al. (2018) e Vo et al. (2020) constataram que há uma relação negativa entre a habilidade gerencial e o custo da dívida. Ou seja, que as empresas com gestores de maior habilidade gerencial obtêm termos de contrato de empréstimo mais favoráveis com custo da dívida menores. Por outro lado, não foram encontrados estudos com situação contrária. Destarte, nota-se que ainda há necessidade de estudos que analisem a relação entre a habilidade gerencial e o custo da dívida.

Sendo assim, a pesquisa contribui para a literatura com evidências empíricas relativas ao cenário brasileiro. Dito isso, o tema, em razão da relativa importância merece destaque, haja vista que ainda há necessidade de se fortalecer o entendimento das análises e conclusões acerca da relação entre os dois assuntos pesquisados. Portanto, ao verificar a existência de relação entre esses assuntos, o estudo contribui, não apenas de maneira teórica, mas também de forma empírica.

A habilidade gerencial visa influenciar no custo da dívida, pois a mesma garante, de forma legal, a redução do custo da dívida. Assim, os gestores de empresas com maior habilidade gerencial fazem com que a empresa consiga de certa forma um custo de empréstimo menor Wang (2013). Gestores com alta qualidade de conhecimento se tornam mais experientes no uso dos recursos da empresa, são capazes de obter mais receitas e atingir metas, facilitando de certo modo no custo do empréstimo menor (Baker et al., 2010). Portanto, contribui com entes financeiros também já que estes com um olhar mais criterioso, observam a habilidade de gestão com demonstrativos confiáveis, se a empresa tem capacidade de pagamento das dívidas com recursos suficientes.

Pode-se perceber de acordo com Vo et al. (2020) a qualidade dos ganhos bancários acaba aumentando com gerentes mais habilidosos que divulgam ganhos mais precisos e que relatam mais informações sobre os ganhos futuros dos bancos e fluxos de caixa, pois as habilidades gerenciais desempenham um papel significativo na qualidade dos relatórios financeiros nos bancos, já que os gerentes de banco mais habilidosos são menos propensos a administrar os lucros de maneira oportunista.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Nesta seção, apresenta-se o referencial teórico que dá sustentação ao referido artigo. O primeiro tópico aborda a habilidade gerencial. Posteriormente, o artigo versará sobre o custo da dívida. Por fim, apresenta-se os estudos correlatos sobre o tema apresentado.

2.1 HABILIDADE GERENCIAL

A teoria do alto escalão pressupõe que os resultados das empresas são parcialmente influenciados pelas diferentes características dos gestores, ou seja, pela capacidade gerencial (Hambrick & Mason, 1984; Hambrick, 2007). Bertrand e Schoar (2003) comentam que os gestores têm estilos diferentes de gestão, e esses estilos influenciam uma ampla gama de decisões corporativas.

Kor (2003) comenta que a habilidade gerencial, é um conjunto de habilidades, conhecimento e experiência já adquirida pelo gestor. Neste sentido, a habilidade gerencial é um dos fatores mais importantes na empresa (Grong & Law; Chang & Xin, 2009). Gestores mais capazes são aqueles que têm o melhor conhecimento operacional, fazendo da melhor forma o julgamento e tomando a decisão de maneira mais assertiva (Demerjian, Lev & Mcvay, 2012). A capacidade gerencial deriva principalmente da experiência de domínio, incluindo a compreensão dos gerentes dos mercados, as estratégias das empresas, e a tecnologia (Boeker, 1989; Kor, 2003). À medida que os gerentes acumulam experiência no

domínio, eles se tornam mais experientes na gestão de recursos da empresa (Coff, 1999).

Demerjian et al. (2012) e Huang e Sun (2017) sugerem que é difícil medir a capacidade gerencial porque gerenciar com eficiência os recursos da empresa não é diretamente observável. Entretanto, a capacidade gerencial deve ser inferida a partir de resultados observáveis, como as decisões dos gerentes na alocação de recursos disponíveis. Com essa visão, Demerjian et al. (2012) introduziram uma medida quantitativa de capacidade gerencial, que captura a eficiência com que os gerentes podem converter recursos da empresa em vendas. Essa medida é construída sob a intuição de que gestores mais habilidosos podem gerar mais receita de vendas para um dado conjunto de insumos (por exemplo, mão-de-obra, capital e ativos intangíveis). Demerjian et al. (2012) validam essa medida como uma proxy da capacidade gerencial, mostrando que tem um poder explicativo superior a outras, como remuneração dos diretores, reação do mercado aos anúncios de rotatividade de diretores e desempenho da empresa.

Na literatura internacional, a capacidade gerencial tem despertado interesse de pesquisadores. Como exemplo, têm-se Hayes e Schaefer (1999) que examinaram a relação entre capacidade gerencial e retornos anormais e descobriram que as empresas que perdem gestores mais habilidosos possuem retornos significativamente negativos. Baker et al. (2010) encontraram evidências em relação a importância da capacidade gerencial nas atividades de investimento e no desempenho das empresas. Wang (2013) identificou que os gestores mais habilidosos, obtêm maiores vendas líquidas do que os gerentes de menor capacidade.

Francis, Sun e Wu (2013) e Koester et al. (2016), constataram que gestores mais habilidosos se engajam em menos atividades de evasão fiscal (ilegal) do que gestores de menor capacidade. Krishnan e Wang (2015) encontraram uma relação negativa entre a capacidade gerencial e os honorários e opiniões de auditoria, sugerindo que a capacidade gerencial desempenha um papel importante no julgamento e eficiência dos auditores. Desse modo, percebe-se que esses estudos mostram que a capacidade gerencial influencia nas decisões e no desempenho das empresas.

Especificamente, em relação ao custo da dívida, Francis et al. (2016), examinaram o impacto da habilidade gerencial na contratação de empréstimos bancários. Os resultados demonstraram que empresas com gestores de maior habilidade obtêm termos de contrato de empréstimo mais favoráveis, como spreads de empréstimo mais baixos, cláusulas menos rígidas e vencimento de prazo mais longo.

Bui et al. (2018) investigaram a relação da habilidade gerencial versus sorte na contratação de empréstimos bancários. Os mutuários que mostram uma capacidade gerencial persistentemente superior em relação aos anos anteriores (mais provavelmente devido à capacidade) desfrutam de um spread de empréstimo mais baixo, enquanto os mutuários que mostram uma habilidade gerencial superior temporária (mais provavelmente devido à sorte) não desfrutam de nenhuma redução do spread. Os resultados sugerem que os bancos podem distinguir a habilidade da sorte ao definir o preço de um empréstimo. As empresas com gestores de maior habilidade gerencial têm maior probabilidade de continuar com o spread de empréstimos anterior mais baixo.

Baker et al. (2010) encontraram indicativos em vinculação a importância da habilidade gerencial nas atividades de investimento e no desempenho das empresas. Já Wang (2013) identificou que os gestores com maior capacidade gerencial, obtêm menor custos de financiamento, o que facilita os investimentos.

Deste modo, tais considerações levam a proposição da seguinte hipótese:

H¹ – Há uma relação negativa entre a habilidade gerencial e o custo da dívida.

O resultado esperado do teste da hipótese H¹ é de que gestores mais habilidosos na gestão dos recursos tendem a obter menor custo da dívida.

Gestores mais habilidosos tendem a compreender melhor o impacto da habilidade

gerencial sobre o custo da dívida, no entanto, pode gerenciar melhor. Além disso, um gerente mais capaz compreende melhor os fatores subjacentes que derivam os maiores retornos de recursos da empresa. Sendo assim, evidências empíricas a respeito da relação entre a habilidade gerencial e o custo da dívida ainda são controversas, ou seja, é uma questão inconclusa, denotando, portanto, em lacunas de pesquisa, conforme pode se observar.

2.2 CUSTO DA DÍVIDA

A estrutura de capital determina como as empresas conciliam a utilização do capital próprio e de terceiros para financiar seus ativos. A utilização de cada uma das fontes de captação de recursos resulta em benefícios, custos e riscos. Por isso, a seleção das alternativas pelos gestores requer análise e planejamento, fundamentada no custo do capital para a implantação dos projetos (Barros, Silva & Voese, 2015).

Há evidências de que empresas que adicionam capital de terceiros na sua estrutura de capital podem ser beneficiadas em função de aspectos fiscais, visto que as despesas financeiras, são dedutíveis e operacionais (Ross, Westerfield & Jaffe, 2002; Brealey, Myers & Allen, 2008). Contudo, se a captação de recursos de terceiros gera custos, ou seja, o capital é oneroso, o retorno ajustado ao risco dos projetos nos quais tal financiamento é empregado deve ser capaz de pagar aos credores a dívida e os juros devidos. Deste modo, as decisões de investimento não podem ser tomadas sem que sejam considerados os custos de financiamento ou o custo da dívida (Perobelli & Fama, 2003).

Lopes e Martins (2007), Nardi e Nakao (2009) e Bonetti (2018) indicam que uma das formas recorrentes de mensuração do custo de endividamento em pesquisas é por meio da razão entre as despesas financeiras e o passivo oneroso da empresa, composto pelas obrigações decorrentes de financiamentos de curto e longo prazo. Shailer e Wang (2015) e Liedong e Rajwani (2017), definem a remuneração do capital de terceiros como sendo aquela remuneração dos financiadores externos, ou seja, que são pagos em forma de juros e aluguéis. Então, o custo da dívida pode ser entendido como o custo que as empresas incorrem ao obter financiamento de credores ou outros provedores de dívida.

Para Lopo et al. (2001), o custo do capital de terceiros é o custo dos financiamentos dados às empresas e pode ser calculado baseado no retorno esperado dos títulos em sua maturidade. Conforme Assaf Neto (2003), não é muito diferente e “é definido de acordo com os passivos onerosos identificados nos empréstimos e financiamentos mantidos pela empresa”.

Já por Damodaram (1997), o custo da dívida mede o custo para a empresa dos empréstimos assumidos para o financiamento de projetos. Em termos gerais, é determinado através das seguintes variáveis: a) o nível corrente das taxas de juros: à medida que o nível das taxas de juros aumentar o custo da dívida para a empresa também crescerá; b) o risco de inadimplência da empresa: à medida que o risco de inadimplência da empresa aumentar, o custo de tomar dinheiro emprestado também crescerá; c) os benefícios fiscais associados aos empréstimos (dívida): como os juros são dedutíveis de imposto de renda, o custo da dívida após a tributação é uma função da alíquota fiscal. Além do mais, o benefício aumenta à medida que a alíquota também aumenta.

Assim sendo, a teoria bancária tradicional nos diz que a probabilidade de inadimplência é o mais importante determinante no custo da dívida. Por exemplo, Roberts (2015) descobre que a modificação de preço reflete as mudanças no risco de crédito, sugerindo que o custo da dívida é uma medida comum que os credores usam para responder ao risco de crédito do tomador. Muitos estudos mostram que as empresas com menor risco de inadimplência são capazes de tomar empréstimos em condições de preços favoráveis em comparação com empresas com maior risco de inadimplência (Berger & Udell, 1990; Strahan, 1999).

Com relação a capacidade gerencial, por um lado, os credores podem se beneficiar de gerentes de maior habilidade devido aos seus efeitos de avaliação e informação. Por outro lado, a teoria nos diz que os gerentes trabalham principalmente para os acionistas e buscam políticas que estão no interesse desses acionistas. Estudos anteriores sugerem que os gerentes de empresas têm incentivos para expropriar riqueza dos credores aos acionistas após a finalização de um contrato de dívida (Jensen & Meckling, 1976; Smith & Warner, 1979). Além disso, os gerentes de maior habilidade gerencial têm maior probabilidade de receber remuneração baseada em incentivos (Milbourn, 2003; Custodio et al., 2013), que poderia motivá-los a investir em atividades de investimentos mais arriscadas e, consequentemente, aumentando o custo da dívida.

Ademais, Gorton e Kahn (2000) argumentam que além do risco de inadimplência, outro importante determinante do custo da dívida é a mitigação do problema de risco moral. Na medida em que o custo de agência da dívida é uma preocupação, os bancos solicitam um spread de empréstimo bancário maior para compensá-los por assumir esse risco ao emprestar para empresas com gerentes de maior habilidade. O spread mais alto não só aumenta o poder de barganha dos credores nas renegociações após os empréstimos serem concedido (Gorton; Kahn 2000), como também exige que as empresas façam pagamentos mais elevados ao atender sua dívida, reduzindo assim sua capacidade de realizar investimentos alternativos que poderiam ser prejudiciais ao valor dos titulares de dívidas.

Quando tratamos de custo da dívida, pode-se notar que os benefícios advindos de uma melhor transparência das empresas, resultam na redução do custo de capital (tanto o de terceiros, como o próprio). O custo de capital próprio nada mais é do que a expectativa de retorno sobre o patrimônio líquido durante um determinado período, baseado em níveis de taxa de juros e retorno de mercado do patrimônio líquido no tempo. Sendo assim o pouco acesso a recursos de terceiros, especialmente aqueles com recursos limitados para investimentos de longo prazo, é um dos principais problemas do ambiente das empresas.

2.3 ESTUDOS CORRELATOS

Recentemente, pesquisas empíricas abordaram a relação entre a habilidade gerencial e o custo da dívida.

Francis et al. (2016) examinaram o impacto da habilidade gerencial na contratação de empréstimos bancários. A amostra foi de 18.118 instalações feitas para 4.799 empresas entre 1989 e 2009. Os resultados demonstram que empresas com gestores de maior habilidade obtêm termos de contrato de empréstimo mais favoráveis, como spreads de empréstimo mais baixos, cláusulas menos rígidas e vencimento de prazo mais longo. Além disso, a relação negativa entre capacidade gerencial e spread de empréstimos concentra-se em empresas com maior assimetria de informação, maior risco de inadimplência ou menores custos de agência da dívida. Além disso, a capacidade gerencial está positivamente relacionada ao desempenho futuro da empresa e negativamente relacionada ao risco futuro de inadimplência da empresa, indicando que a capacidade gerencial afeta a contratação de empréstimos bancários por meio de avaliação e efeitos de informação.

Bui et al. (2018) investigaram a relação da habilidade gerencial versus sorte na contratação de empréstimos bancários de 1990 a 2017. A amostra foi de 23.257 contratos de empréstimo bancário para 4.397 empresas exclusivas do Banco de dados DealScan no período de 1988 a 2010. Os mutuários que mostram uma capacidade gerencial persistentemente superior em relação aos anos anteriores (mais provavelmente devido à capacidade) desfrutaram de um spread de empréstimo mais baixo, enquanto os mutuários que mostram uma habilidade gerencial superior temporária (mais provavelmente devido à sorte) não desfrutaram de nenhuma redução do spread. Os resultados sugerem que os bancos podem distinguir a habilidade da sorte ao definir o preço de um empréstimo. As empresas com gestores de maior habilidade

gerencial têm maior probabilidade de continuar com o spread de empréstimos anterior mais baixo.

Vo et al. (2020) investigaram o papel da habilidade gerencial no comportamento de empréstimos bancários de 1989 a 2009 nos Estados Unidos. A amostra se deu em 18.119 observações. Os resultados empíricos sugerem que bancos administrados com mais habilidade produzem maior quantidade de empréstimos. O resultado é mantido independentemente do tamanho dos bancos e do período de tempo. Ademais, os bancos administrados com mais habilidade têm maior qualidade de empréstimo.

Depreende-se, a partir dos artigos apresentados, que a habilidade gerencial influencia no custo da dívida. Percebe-se que, na maioria das pesquisas, evidenciam que quanto maior a capacidade gerencial, menor é o custo da dívida, obtêm termos de contrato de empréstimo mais favoráveis, como spreads de empréstimo mais baixos, cláusulas menos rígidas e vencimento de prazo mais longo. Sendo assim, é possível perceber que os autores constataram que a capacidade gerencial superior é benéfica para as empresas. Porém, nota-se ainda que na maioria dos estudos apresentados, as investigações ocorreram nos Estados Unidos. Deste modo, o assunto merece atenção em outros países, inclusive no Brasil.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Para atingir o objetivo realizou-se pesquisa descritiva, documental e quantitativa, com dados referentes ao período de 2010 a 2018 no banco de dados da Economática. A população do estudo compreendeu as companhias abertas listadas na B3, sendo que foram excluídas, em cada ano, aquelas que exerciam atividade financeira e aquelas que não possuíam informações suficientes para o cálculo de todas as variáveis do estudo. Deste modo, a amostra selecionada totalizou 195 companhias em 2010, 199 em 2011, 215 em 2012, 220 em 2013, 224 em 2014, 226 em 2015, 230 em 2016, 234 em 2017 e 241 em 2018. Destas, foram encontradas 1.984 observações. Para operacionalização do estudo, apresentam-se na Tabela 1 as variáveis, os autores e as fontes de coleta dos dados:

Tabela 1
Composição das variáveis do estudo

Variáveis	Descrição	Métrica	Autores de base	Fonte dos dados
Dependente	Custo de financiamento da dívida (C_DIV)	Despesas financeiras/ Passivo Financeiro Oneroso	Chen e Jian (2006), Jandik e McCumber (2013), Bonetti et al (2018) e Einsweiller et al (2019)	Econômática®
Independente	Habilidade Gerencial (HAB_GER)	1ª Etapa: Cálculo da eficiência total da empresa por meio da Análise envoltória de dados (DEA) Inputs: Custo dos bens vendidos; Despesas com vendas, gerais e administrativas; Ativos imobilizados;	Demerjian et al. (2012)	Notas Explicativas, Relatórios da Administração e Economática®

		Arrendamento operacional; Despesas com pesquisa e desenvolvimento; <i>Goodwill</i>; Ativos intangíveis. Output: Vendas líquidas 2ª Etapa: Utiliza-se os resíduos da regressão como <i>proxy</i> para capacidade dos gestores: $\text{Eficiência_Total}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Tamanho}_{it} + \beta_2 \text{Particip_Mercado}_{it} + \beta_3 \text{Caixa_Dispon}_{it} + \beta_4 \text{Idade_Cia}_{it} + \beta_5 \text{Complexidade_Operacion}_{it} + \beta_6 \text{Operações_Exterior}_{it} + \varepsilon_{it}$		
Variáveis de controle	Tamanho (TAM)	Logaritmo natural Ativo Total da Empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> .	Berger, Udell e Redding (1997), Fama e French (2001), DeAngelo, DeAngelo, Stulz (2006), Denis e Osobov (2008)	Economática®
	Retorno sobre os Ativos Totais (ROA)	Lucro Líquido/Ativo total	Fama e French (2001), Ho (2003), DeAngelo, DeAngelo, Stulz (2006) e Al Najjar (2009)	Economática®
	Endividamento (END)	(Passivo circulante + Passivo não circulante) / Ativo total	Konraht, Camargo e Vicente (2016)	Economática®
	Nível de Governança Corporativa (NGC)	<i>Dummy</i> igual a 1 para empresas que pertencem a algum nível de governança corporativa e 0 caso contrário	Barros, Da Silva e Voese (2015)	Economática®

Fonte: elaborado pelos autores.

Com o intuito de identificar o custo da dívida, de forma similar aos estudos anteriores de Chen e Jian (2006), Jandik e McCumber (2013), Bonetti et al. (2018) e Einsweiller et al. (2019) foi calculado, para cada empresa em cada um dos períodos, a razão entre as despesas financeiras e o passivo oneroso de cada ano. Os dados foram coletados no banco de dados

Economática e referem-se ao período de 2010 a 2018.

Em seguida, foi analisada a habilidade gerencial dos gestores. Para isso, adotou-se a medida desenvolvida por Demerjian et al. (2012) que é baseada na eficiência dos gestores no uso dos recursos das empresas para gerar receita, cujo cálculo é realizado em duas etapas. Na primeira etapa, estima-se a eficiência total das empresas, por setor e ano, com auxílio da análise envoltória de dados (DEA). Demerjian et al. (2012) descrevem que a eficiência total da empresa pode ser atribuída tanto às características específicas do gestor, quanto às características específicas da própria empresa. Por isso, em primeiro lugar, calcula-se a eficiência total da empresa, para em seguida, no segundo passo, identificar a eficiência dos gestores.

O cálculo da eficiência total da empresa consiste em relacionar os *inputs* (recursos disponíveis) com o *output* (receitas geradas). Os *inputs* considerados como recursos são: custo dos bens vendidos; despesas com vendas, gerais e administrativas; ativos imobilizados; arrendamento operacional; despesas com pesquisa e desenvolvimento; goodwill; outros ativos intangíveis. O *output* é “vendas líquidas”. O objetivo é identificar quais empresas conseguem melhor combinação dos *inputs* com o *output*, por isso realizou-se a análise envoltória de dados no software estatístico DEA-Solver.

O modelo DEA, que foi adotado neste estudo, é chamado de modelo BCC (Banker, Charnes e Cooper, 1984), também conhecido como *Variable Returns to Scale* (VRS). Utiliza uma formulação que permite a projeção de cada DMU ineficiente sobre a superfície de fronteira (envoltória) determinada pelas DMU's eficientes de tamanho compatível. A Tabela 2 faz a formação das Unidades de Análise, ou *Decision Making Units* (DMU), apresentando os *inputs* e *output* da pesquisa:

Tabela 2

Definição das unidades de análise ou conceito de eficiência

Eficiência total	<i>Input 1</i>	<i>Input 2</i>	<i>Input 3</i>	<i>Input 4</i>	<i>Input 5</i>	<i>Input 6</i>	<i>Input 7</i>	<i>Output 1</i>
	CBV	DVAG	AIM	AO	DPV	GW	AI	VL

CBV: Custo dos bens vendidos; DVAG: Despesas com vendas, gerais e administrativas; AIM: Ativos imobilizados; AO: Arrendamento operacional; DPV: Despesas com pesquisa e desenvolvimento; GW: Goodwill; AI: Ativos intangíveis; VL: Vendas líquidas.

Fonte: elaborado pelos autores.

Os dados referentes às variáveis da Tabela 2 foram coletados no banco de dados Economática. No entanto, as despesas com pesquisa e desenvolvimento foram coletadas nas notas explicativas e relatórios da administração, tendo em vista que, a maioria das companhias não apresentava esta conta específica em suas demonstrações.

A segunda etapa é necessária porque, segundo Demerjian et al. (2012), a pontuação da eficiência total gerada pelo DEA pode ser atribuída tanto às características específicas da empresa, quanto ao fator de habilidade dos gestores. Então, para isolar a habilidade dos gestores é preciso regredir o indicador de eficiência total, encontrado por meio do DEA (dependente), contra variáveis específicas da empresa (independentes) que podem ajudar ou dificultar a habilidade dos gestores, com o objetivo de obter um termo de erro na regressão, que será o indicador de habilidade gerencial.

As seis variáveis específicas da empresa, que foram utilizadas nessa pesquisa, assim como no estudo de Demerjian et al. (2012), foram o tamanho da empresa (log do ativo total). A participação de mercado, calculada com base no índice de Herfindahl-Hirschman (HHI), que mensura o market share com base no ativo total, caixa disponível (caixa e equivalentes de caixa), idade da empresa (anos desde a fundação), complexidade operacional ou organizacional (número de subsidiárias) e operações no exterior (listagem em bolsa de valores internacional).

Neste estudo, após realizar a regressão, seguindo Demerjian et al. (2012), foram utilizados os resíduos da regressão como proxy para a habilidade gerencial. Os dados destas variáveis foram coletados no banco de dados Economática, Formulários de Referência e Relatórios da Administração.

Após, calcular as variáveis principais da pesquisa foram coletados os dados das variáveis de controle: tamanho, endividamento, desempenho e governança corporativa.

- a) Tamanho da empresa (TAM): as maiores empresas geralmente possuem mais recursos financeiros para honrar suas obrigações do que as empresas de pequeno e médio porte. São empresas mais confiáveis, com menos riscos de inadimplência e tendem a ter o custo da dívida menores (Claessens et al., 1999; Barros, Silva & Voese, 2015).
- b) Retorno sobre os ativos (ROA): as empresas com maiores desempenhos possuem menos dificuldade em honrar suas dívidas e, por isso, tendem a apresentar custos de dívidas menores (Ashbaugh-Skaife, Collins & Lafond, 2006; Boubakri & Ghouma, 2010; Piot, Missonier & Piera, 2009).
- c) Endividamento (END): empresas com maior endividamento tendem a ter uma relação positiva, com maior custo da dívida, já que quanto maior o endividamento maior a dívida (Konraht, Camargo & Vicente, 2016). Hirschfield (2000) afirma que quanto maior for o endividamento menor será o custo de capital. Por outro lado, um maior endividamento aumenta o risco financeiro da empresa (Gitman, 2004).
- d) Nível de Governança Corporativa (NGC): empresas que aderem a níveis mais elevados de governança são capazes de captar recursos a menores custos. Isto indica que, quanto maior o nível de governança de uma empresa, menor o custo da dívida (Frantz & Interfjordz, 2012; Jandik & Mccumber, 2013; Barros, Da Silva & Voese, 2015).

Após a coleta das informações, efetuou-se a análise descritiva da variável de custo da dívida e habilidade gerencial. Além disso, foi utilizada a regressão linear, para analisar a influência da habilidade gerencial no custo da dívida. Desse modo, os pressupostos de multicolinearidade, por meio do fator de inflação de variância – VIF e Tolerance, e ausência de auto correlação serial, por meio do teste de *Durbin-Watson*, também foram observados. Quando efetuadas as regressões, as variáveis de custo da dívida foram classificadas como dependente e as demais variáveis independentes e de controle foram classificadas como (preditoras). Todos os procedimentos de análise dos dados foram aplicados com o uso do software SPSS.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Apresenta-se nesta seção a análise dos resultados. Inicialmente tem-se a Tabela 3 com a estatística descritiva das variáveis quantitativas.

Tabela 3

Estatística descritiva das variáveis quantitativas

Variáveis	N	Mínimo	Máximo	Média	Mediana	Desvio Padrão
C_DIV	1984	0,0000	1,5874	0,0967	0,0809	0,0930
HAB_GER	1984	-3,5090	2,1220	-0,0319	0,0392	0,8357
END	1984	0,0507	31,4712	0,8074	0,6065	1,4394
TAM	1984	8,4984	20,6181	14,5460	14,6734	1,8069
ROA	1984	-1118,85	1453,85	-0,2811	2,7994	47,0154

Fonte: dados da pesquisa (2021).

Observa-se pelo valor médio e pelo desvio padrão, que a habilidade gerencial (HAB_GER), o tamanho (TAM) e o desempenho (ROA) possuem um alto índice de dispersão. Em relação ao endividamento (ENDIV) obteve-se um mínimo de 0,0507 e o máximo de 31,4712. O custo da dívida (C_DIV) apresentou um desvio padrão equivalente se comparado com a média. A Tabela 4 apresenta a frequência das variáveis de controle com *dummy*:

Tabela 4

Frequência das variáveis de controle com dummy

Variáveis	NCG	
	Frequência	%
0	45	2,30%
1	1939	97,70%
Total	1984	100,00%

Fonte: dados da pesquisa (2021).

Com relação as variáveis de controle com *dummy* visualiza-se que 97,70% das empresas estão listadas em níveis diferenciados de governança corporativa. Em seguida, buscou-se verificar a relação entre as variáveis, por meio do coeficiente de correlação de *Pearson*, com o propósito de identificar possíveis problemas de multicolinearidade nos dados. A presença de multicolinearidade não significa problemas do modelo, porém sua presença elevada pode gerar aumento no erro padrão (Gujarati, 2006). A Tabela 5 apresenta os resultados da correlação de *Pearson* entre as variáveis.

Tabela 5

Correlação de Pearson entre as variáveis da pesquisa

Variáveis	C_DIV	HAB_GER	END	TAM	ROA	NGC
C_DIV	1					
HAB_GER	0,024	1				
END	-0,006	-0,042	1			
TAM	-0,073**	0,070**	-0,182**	1		
ROA	-0,061**	0,089**	-0,370**	0,066**	1	
NGC	0,071**	-0,003	0,032	0,086**	-0,017	1

Sigla das variáveis: C_DIV (Custo da Dívida); HAB_GER (Habilidade Gerencial); END (Endividamento); TAM (Tamanho); ROA (Desempenho), NGC (Nível de Governança Corporativa).

**A correlação é significativa no nível 1%. *A correlação é significativa no nível 5%.

Fonte: dados da pesquisa (2021).

A matriz de correlação dos dados indica em relação à variável dependente “Custo da Dívida (C_DIV)”, uma relação negativa e significativa a nível de 1% com TAM e ROA, e positiva com NCG. Esses dados sugerem que as maiores empresas e com maior desempenho estão associadas a um menor custo da dívida. Por outro lado, empresas listadas em níveis de governança corporativa estão associadas a um maior custo da dívida.

Em relação à variável independente “Habilidade Gerencial (HAB_GER)”, há uma relação positiva e significativa no nível de 1% com TAM e ROA. Sugere-se que empresas maiores e com um bom desempenho estão associadas com gestores de maior habilidade gerencial. Com relação a variável de controle de “Endividamento (END)”, há uma relação negativa e significativa a nível de 1% com a variável “Tamanho (TAM)” e “Desempenho (ROA)”. Deste modo, sugere-se que empresas maiores tendem a ter um menor endividamento e que empresas endividadas tendem a ter um menor desempenho.

Ademais, verifica-se uma relação significativa e positiva a nível de 1% da variável “Tamanho (TAM)” com a variável de “ROA (Desempenho)” e “NGC (Nível de Governança Corporativa)”. Assim, sugere-se que as maiores empresas estão associadas a níveis diferenciados de governança corporativa e melhor desempenho. A Tabela 6 demonstra os resultados do modelo que verifica a influência da habilidade gerencial no custo da dívida das empresas listadas na B3.

Tabela 6

Influência da habilidade gerencial no custo da dívida das empresas listadas na B3

Variáveis	C_DIV	
	t	Sig.
(Constante)	5,491	0,00
HAB_GER	-1,574	0,05*
END	2,113	0,03*
TAM	-3,806	0,00*
ROA	-3,174	0,00*
NGC	3,543	0,00*
Observações	1984	
R ² Ajustado	20,54%	
Durbin-Watson	0,878	
VIF	1,010 à 1,195	
Prob > F	0,0000*	

*Significativo a 1%. **Significativo a 5%. *** Significativo a 10%.

Fonte: dados da pesquisa (2021).

Observa-se na Tabela 6 que o poder de explicação do modelo, conforme R² ajustado é de 20,54%, para explicar o custo da dívida. As estatísticas de Variance Inflation Factor (VIF) e Tolerance evidenciam que não existem problemas de multicolinearidade. Os resultados atenderam, ainda, outro pressuposto da regressão que é a ausência de auto correlação serial, uma vez que os indicadores de Durbin-Watson ficaram próximos de 1. Ainda, o teste ANOVA foi significativo, demonstrando que as variáveis independentes exercem influência sobre a variável dependente no modelo.

Com relação a variável de “Habilidade Gerencial (HAB_GER)”, esta se revelou estatisticamente significativa e negativa com relação ao modelo apresentado para explicar o custo da dívida, ou seja, constata-se que gestores com maior habilidade gerencial estão associados a um menor custo da dívida. Deste modo, gestores mais habilidosos tendem a obter um menor custo da dívida. O resultado converge com os estudos de Francis et al. (2016) quando destacou a relação negativa entre capacidade gerencial e spread de empréstimos concentra-se em empresas com maior assimetria de informação, maior risco de inadimplência ou menores custos de agência da dívida.

O resultado também converge dos estudos de Baker et al. (2010) que encontraram evidências em relação a importância da capacidade gerencial nas atividades de investimento e no desempenho das empresas, influenciando o custo da dívida. Desse modo, o modelo de regressão, que representa a hipótese H₁ (Há uma relação negativa entre a habilidade gerencial e o custo da dívida), não foi rejeitada.

No que se refere a variável de “Endividamento (END)”, essa variável possui influência significativa e positiva com o modelo apresentado. Diante disso, empresas endividadas estão associadas a um maior custo da dívida. O resultado corrobora com os estudos de Konraht, Camargo e Vicente (2016), quando destacam que quanto maior o endividamento maior a dívida.

No que diz respeito a variável de “Tamanho (TAM)”, essa variável possui influência significativa e negativa com relação ao modelo apresentado. Neste caso observa-se que empresas maiores estão associadas a um menor custo da dívida, ou seja, quanto maior o tamanho da empresa menor é o custo da dívida. O resultado obtido corrobora com a pesquisa realizada por Claessens et al. (1999), e Barros, Silva e Voese (2015), quando relatam que as maiores empresas geralmente possuem mais recursos financeiros para honrar suas obrigações do que as empresas de pequeno e médio porte. São empresas mais confiáveis, com menos riscos de inadimplência e tendem a ter o custo da dívida menores.

Observa-se com relação a variável “Desempenho (ROA)”, essa variável possui influência significativa e negativa com relação ao modelo apresentado. Empresas com maior desempenho estão associadas a um menor custo da dívida. Assim sendo, o resultado obtido converge com pesquisas de Asgbaugh-Skaife, Collins e Lafond (2006), Boubakri e Ghouma (2010) e Piot, Missonier e Peira (2019), quando destacam que as empresas com maiores desempenhos possuem menos dificuldade em honrar suas dívidas e, por isso, tendem a apresentar custos de dívidas menores.

Com relação a variável “Nível de Governança Corporativa (NGC)”, demonstra uma influência significativa e positiva em relação ao modelo. Deste modo, as empresas listadas em níveis diferenciados de governança corporativa estão associadas a um maior custo da dívida. O resultado diverge com o estudo de Barros, Silva e Voese (2015), que em suas análises destaca quanto maior o nível de governança de uma empresa, menor o custo da dívida.

Com base nos resultados desta pesquisa e em análise, de acordo com os estudos e Baker et al. (2010) e Wang (2013), em que se referem a importância da habilidade gerencial no custo da dívida. Desta forma, sana os problemas de financiamentos pelo fato de que um gerente mais capaz compreende melhor os fatores subjacentes que derivam os maiores retornos de recursos da empresa.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo do estudo foi verificar a influência da habilidade gerencial no custo da dívida das empresas listadas na B3, no período de 2010 a 2018. Para tal, realizou-se pesquisa descritiva, documental e quantitativa, com dados coletados no banco de dados Economatica, Formulários de Referência, Notas Explicativas e Relatórios da Administração disponibilizados no sítio da B3. Deste modo, a amostra selecionada totalizou 195 companhias em 2010, 199 em 2011, 215 em 2012, 220 em 2013, 224 em 2014, 226 em 2015, 230 em 2016, 234 em 2017 e 241 em 2018.

Quanto à habilidade gerencial, que demonstra que gerentes mais habilidosos tendem a obter menor custo da dívida, o presente estudo verificou que, as variáveis influenciam para que as empresas obtenham empréstimos com um custo de capital menor. Dessa forma, o estudo convergem com estudos de Francis et al (2016) quando destacou a relação negativa entre capacidade gerencial e spread de empréstimos concentra-se em empresas com maior assimetria de informação, maior risco de inadimplência ou menores custos de agência da dívida.

E estudos de Baker et al. (2010) que encontraram evidências em relação a importância da habilidade gerencial nas atividades de investimento e no desempenho das empresas, influenciando o custo da dívida. Desse modo, o modelo de regressão, que representa a hipótese H₁ (Há uma relação negativa entre a habilidade gerencial e o custo da dívida), não foi rejeitada.

No que diz respeito ao “Tamanho (TAM)” e “Desempenho (ROA)”, constatou-se uma relação positiva com o custo da dívida. Já que para Claessens et al (1999); Barros, Silva e Voese (2015); Asgbaugh-Skaife, Collins e Lafond (2006); Boubakri e Ghouma (2010) e Piot, Missonier e Peira (2019), afirmam que quanto maior a empresa e maior o desempenho, menor

é o custo da dívida, respectivamente.

Por fim, o estudo evidenciou que gestores com maior habilidade gerencial estão associados a um menor custo da dívida, e por isso, sanam os problemas de financiamentos pelo fato de que um gerente mais capaz compreende melhor os fatores subjacentes que derivam os maiores retornos de recursos da organização.

Diante de tais resultados, é possível visualizar que o estudo contribuiu para fortalecer o entendimento da habilidade gerencial no custo da dívida das empresas, além disso enriquece a literatura dessas áreas, visto a importância dos assuntos diante da necessidade das organizações, em manter-se cada vez mais competitivas e lucrativas. No que se refere ao objetivo geral da pesquisa, a habilidade gerencial tem influência significativa em relação ao custo da dívida.

Como limitação da pesquisa, decorre principalmente, das empresas listadas na B3, sendo que nem todas as empresas tinham disponibilizado todas as informações para o referido estudo. Além disso, recomenda-se para pesquisa futuras, ampliar o número de empresas pesquisadas, incluindo na análise empresas de diferentes países.

REFERÊNCIAS

- Al-Najjar, B. (2009), "Comportamento de dividendos e suavização de novas evidências de dados de painel da Jordânia", Estudos em Economia e Finanças, vol. 26 No. 3, pp. 182-197. <https://doi.org/10.1108/10867370910974017>
- Ashbaugh-Skaife, H., Collins, DW, & LaFond, R. (2006). Os efeitos da governança corporativa nas classificações de crédito das empresas. *Jornal de contabilidade e economia*, 42 (1-2), 203-243.
- Baik, BOK, Farber, DB e Lee, SAM (2011). Capacidade do CEO e previsões de ganhos de gestão. *Pesquisa contábil contemporânea*, 28 (5), 1645-1668.
- BARROS, C. M. E., KOS, S. R., CONSONI, S., & COLAUTO, R. D. (2015). A influência do disclosure voluntário sobre custo da dívida de financiamentos: um estudo em empresas listadas na BM&FBovespa. In Congresso USP Controladoria e Contabilidade, XV, São Paulo.
- Barros, C. M. E., da Silva, P. Y. C., & Voese, S. B. (2015). Relação entre o custo da dívida de financiamentos e governança corporativa no Brasil. *Journal of Accounting, Management and Governance*, 18(2).
- Berger, AN, & Udell, GF (2006). Um quadro conceptual mais completo para o financiamento das PME. *Journal of Banking & Finance*, 30 (11), 2945-2966.
- Bertrand, M., & Schoar, A. (2003). Managing with style: The effect of managers on firm policies. *The Quarterly journal of economics*, 118(4), 1169-1208.
- Bonetti, A. P. M., de Moura, G. D., Teixeira, S. A., Dal Magro, C. B., & Salla, N. M. G. (2018, November). Independência do conselho de administração reduz o custo de financiamento da dívida? Uma análise em companhias abertas listadas na B3. In *Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC*.

- Boubakri, N., & Ghouma, H. (2010). Control/ownership structure, creditor rights protection, and the cost of debt financing: International evidence. *Journal of Banking & Finance*, 34(10), 2481-2499.
- Bui, D. G., Chen, Y. S., Hasan, I., & Lin, C. Y. (2018). Can lenders discern managerial ability from luck? Evidence from bank loan contracts. *Journal of Banking & Finance*, 87, 187-201.
- Chen, Y. M., & Jian, J. Y. (2006). The impact of information disclosure and transparency rankings system (IDTRs) and corporate governance structure on interest cost of debt. Available at SSRN 926859.
- Choi, W., Han, S., Jung, S. H., & Kang, T. (2015). CEO's operating ability and the association between accruals and future cash flows. *Journal of Business Finance & Accounting*, 42(5-6), 619-634.
- Claessens, S., Fan, J. P., Djankov, S., & Lang, L. H. (1999). On expropriation of minority shareholders: evidence from East Asia. Available at SSRN 202390.
- Da Silva, A. L. C., & Leal, R. P. C. (2005). Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. *Revista Brasileira de Finanças*, 3(1), 1-18.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. M. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial economics*, 81(2), 227-254.
- Demerjian, P., Lev, B., & McVay, S. (2012). Quantifying managerial ability: A new measure and validity tests. *Management science*, 58(7), 1229-1248.
- Demerjian, P. R., Lev, B., Lewis, M. F., & McVay, S. E. (2013). Managerial ability and earnings quality. *The accounting review*, 88(2), 463-498.
- Deng, S., Elyasiani, E., & Mao, C. X. (2017). Derivatives-hedging, risk allocation and the cost of debt: Evidence from bank holding companies. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 65, 114-127.
- Denis, D. J., & Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial economics*, 89(1), 62-82.
- Edward, A., & Hotchkiss, E. (2005). Corporate financial distress and bankruptcy.
- Einsweiller, A. C., de Moura, G. D., & Kruger, S. D. (2020). Influência da governança corporativa no custo da dívida de companhias abertas familiares. *Contextus—Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, 18, 14-24.
- Frantz, P., & Instefjord, N. (2013). Corporate governance and the cost of borrowing. *Journal of Business Finance & Accounting*, 40(7-8), 918-948.

- Fama, E. F., & French, K. R. (2021). Disappearing Dividends Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? (pp. 707-749). University of Chicago Press.
- Fonseca, C. V. C., & Silveira, R. L. F. D. (2016). Corporate Governance and Cost of Debt: evidences among brazilian listed companies. REAd. Revista Eletrônica de Administração (Porto Alegre), 22, 106-133.
- Francis, B. B., Ren, N., Sun, X., & Wu, Q. (2016). Do better managers get better loan contracts?. Available at SSRN 2793943.
- García-Meca, E., & García-Sánchez, I. M. (2018). Does managerial ability influence the quality of financial reporting?. European Management Journal, 36(4), 544-557.
- Gitman, L. J. (2004). Princípios de administração financeira. 10ª Edição. São Paulo: Person Addison Wesley.
- Gomes, A. P. M. (2016). Características da Governança Corporativa como Estímulo à Gestão Fiscal . Revista Contabilidade & Finanças, 27(71), 149-168.
- Gong, Y., Law, K. S., Chang, S., & Xin, K. R. (2009). Human resources management and firm performance: The differential role of managerial affective and continuance commitment. Journal of Applied Psychology, 94(1), 263.
- Gujarati, D. N. (2006). Tradução de Maria José Cyhlar Monteiro. Econometria Básica.
- Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. Academy of management review, 9(2), 193-206.
- Ho, S. J. K., & Wu, C. (2001). The earnings information content of dividend initiations and omissions. Journal of Business Finance & Accounting, 28(7-8), 963-977.
- Jandik, T., & McCumber, W. R. (2013). Governance, takeover probability, and the cost of private debt. Available at SSRN 1929027.
- Konraht, J. M., Camargo, R. V. W., & Vicente, E. F. R. (2016). Excesso de controle acionário: um estudo do seu reflexo sobre o custo da dívida das empresas brasileiras de capital aberto. Enfoque: Reflexão Contábil, 35(2), 105-121.
- Krishnan, GV, & Wang, C. (2015). A relação entre capacidade gerencial e honorários de auditoria e opiniões de continuidade. Auditoria: A Journal of Practice & Theory , 34 (3), 139-160.
- Li, S., Fu, H., Wen, J., & Chang, C. P. (2020). Separation of ownership and control for Chinese listed firms: Effect on the cost of debt and the moderating role of bank competition. Journal of Asian Economics, 67, 101179.
- Lima, G. A. S. F. D. (2009). Nível de evidenciação× custo da dívida das empresas brasileiras. Revista Contabilidade & Finanças, 20, 95-108.

- Martinez, A. L., & da Silva, R. F. (2017). Agressividade fiscal e o custo de capital de terceiros no Brasil. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 7(1), 240-251.
- Martinez, A. L., & Martins, V. A. M. (2016). Alavancagem financeira e agressividade fiscal no Brasil. *Revista de Contabilidade da UFBA*, 10(3), 4-22.
- Nardi, P. C. C., & Nakao, S. H. (2009). Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras abertas. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20, 77-100.
- Parente, P. H. N., Nascimento, A. F. M., Paulo, E., & Gois, A. D. (2020). Conexão política como incentivo para o gerenciamento de resultados por accruals. *REUNIR Revista de Administração Contabilidade e Sustentabilidade*, 10(2), 78-91.
- Piot, C., & Missonier-Piera, F. (2009). Corporate governance reform and the cost of debt financing of listed French companies. Available at SSRN 960681.
- Silva, J. C. D., Xavier, W. G., Gambirage, C., & Camilo, S. P. O. (2018). A influência das conexões políticas no custo de capital e no desempenho das empresas listadas na B3. *BBR. Brazilian Business Review*, 15, 317-330.
- Sincerre, BP, Sampaio, JO, Famá, R., & Santos, JOD (2016). Emissão de dívida e gerenciamento de resultados. *Revista Contabilidade & Finanças*, 27, 291-305.
- Vo, X. V., Pham, T. H. A., Doan, T. N., & Luu, H. N. (2021). Managerial ability and bank lending behavior. *Finance Research Letters*, 39, 101585.
- Vo, X. V., & Nguyen, H. H. (2018). Bank restructuring and bank efficiency—The case of Vietnam. *Cogent Economics & Finance*, 6(1), 1520423.