

**Influência da Competitividade de Mercado e de Características Organizacionais das Empresas no Custo de Financiamento da Dívida**

**ANTONIO ZANIN**

*Universidade Comunitária da Região de Chapecó - UNOCHAPECÓ*

**NATÁLIA DA SILA SCHIO**

*Universidade Comunitária da Região de Chapecó - UNOCHAPECÓ*

**GEOVANNE DIAS DE MOURA**

*Universidade Comunitária da Região de Chapecó - UNOCHAPECÓ*

**FRANCISCA FRANCIVÂNIA RODRIGUES RIBEIRO MACÊDO**

*Universidade Estadual Vale do Acaraú - UVA*

**VINÍCIUS COSTA DA SILVA ZONATTO**

*Universidade Federal de Santa Maria - UFSM*

**Resumo**

O objetivo do estudo foi verificar a influência da competitividade de mercado e de características organizacionais das empresas no custo de financiamento da dívida. Para tal, realizou-se pesquisa descritiva, quantitativa e conduzida por meio de análise documental. Os dados foram coletados nos Formulários de Referência, banco de dados Economatica e nos sítios do Tribunal Superior Eleitoral, da B3 – Brasil, Bolsa, Balcão e Às claras do Transparência Brasil. A amostra foi composta por um painel desbalanceado, composto por 2.339 observações para o período de 2011 a 2017. Para avaliar o nível de competitividade de mercado utilizou-se como *proxy* o índice de Herfindahl-Hirschman. As características organizacionais investigadas foram a estrutura de propriedade familiar, governança corporativa, conexões políticas, gerenciamento de resultados e responsabilidade social corporativa. O custo da dívida foi estimado pela razão entre as despesas financeiras e o passivo financeiro oneroso. Observou-se uma relação negativa do custo de financiamento da dívida com a variável competitividade de mercado. A relação negativa remete a conclusão de que a competitividade influencia para um menor custo da dívida, fortalecendo o pressuposto de que a concorrência acirrada no mercado pode influenciar para que os gestores se comportem de maneira mais eficiente. Dentre as características organizacionais das empresas, constatou-se uma relação positiva do custo da dívida com estrutura de propriedade familiar e negativa com governança corporativa. Quanto a estrutura familiar, os riscos decorrentes de conflitos de agência existentes entre famílias e minoritários podem contribuir para que credores da dívida elevem o custo dos financiamentos. Em relação a governança, esta possibilita maior transparência e credibilidade das informações, logo os credores se sentem mais seguros em relação ao monitoramento da gestão e reduzem o custo da dívida.

**Palavras-chave:** Competitividade de mercado. Características organizacionais das empresas. Custo de financiamento da dívida.

## **1 Introdução**

Diversas pesquisas têm objetivado identificar quais fatores podem influenciar no custo de financiamento da dívida (Ghouma, 2017). Dentre os principais fatores destacam-se características organizacionais das empresas, como o tipo de estrutura de propriedade (Anderson, Mansi & Reeb, 2003; Khan, Kaleem, Nazir & Saeed, 2013; Ma, Ma & Tian, 2017), práticas de governança corporativa adotadas (Barros, Silva & Voese, 2015; Fonseca & Silveira, 2016; Ghouma, Ben-Nasr & Yan, 2018), conexões políticas (Shailer & Wang, 2015; Silva, 2016; Liedong & Rajwani, 2017; Santos, 2017; Pletsch, 2018), prática de gerenciamento de resultados (Crabtree, Maher & Wan, 2014; Moura, Macêdo, Mazzioni & Kruger, 2016; Ghouma, 2017) e ações voltadas à responsabilidade social (Goss & Roberts, 2011; Ge & Liu, 2015; Peixoto, Pains, Araújo & Guimarães, 2016).

Além destas características, outro fator, ainda pouco investigado, mas que também pode impactar no custo da dívida é a competitividade de mercado. De acordo com Valta (2012), as empresas não operam isoladamente e estão sempre realizando interações estratégicas umas com as outras, lutando por clientes e tentando aumentar a participação no mercado. Embora algumas empresas possuam o luxo de operar em ambientes menos competitivos, outras enfrentam concorrência severa. Então, ainda segundo o autor, a competitividade de mercado pode afetar fundamentalmente o funcionamento, as decisões e o risco dos negócios, que por sua vez, impactam no custo da dívida.

Na literatura vigente, o número de estudos que analisaram a influência da competitividade de mercado no custo de financiamento da dívida ainda é reduzido, além de serem relativamente recentes (Valta, 2012; Waisman, 2013; Boubaker, Saffar & Sassi, 2018). Tal relação é abordada em estudos internacionais, como os de Valta (2012) e Waisman (2013), por exemplo, nos quais os achados são controversos. Enquanto Valta (2012) demonstrou que a competitividade aumentava os custos de financiamento da dívida em uma amostra composta por companhias abertas americanas, Waisman (2013), que também investigou companhias abertas americanas, constatou que a competitividade influenciava para redução do custo de financiamento da dívida, atribuindo este achado ao poder disciplinador da competitividade sobre os gestores.

Sendo assim, o fator competitividade ainda representa uma lacuna que requer investigações, principalmente no cenário brasileiro. Haja vista que não está claro se a competitividade influencia para aumento ou redução do custo de financiamento da dívida. No caso das demais características organizacionais das empresas, as pesquisas também não apresentam resultados que possibilitam uma conclusão precisa acerca da influência de cada característica no custo da dívida.

Então, surge desse contexto a questão de pesquisa que orienta o estudo: Qual a influência da competitividade de mercado e das características organizacionais das empresas no custo de financiamento da dívida? Sendo assim, o objetivo da pesquisa é verificar a influência da competitividade de mercado e das características organizacionais das empresas no custo de financiamento da dívida.

O custo da dívida é um tema relevante e recorrente na literatura, visto que os financiamentos formais são uma forma importante que as empresas, principalmente de países emergentes possuem para obter recursos. Então, identificar fatores que influenciam no custo da dívida é relevante e contribui para a literatura com evidências empíricas relativas ao cenário brasileiro, ainda carente de pesquisas dessa natureza.

## **2 Influência da Competitividade de Mercado no Custo de Financiamento da Dívida**

A competitividade de mercado acirra a disputa comercial e influencia nas decisões operacionais das empresas. Diversos estudos (Valta, 2012; Boubaker et al., 2018) apresentam evidências de que a competitividade de mercado impacta nos fluxos de caixa, nas escolhas estratégicas, no risco do negócio, bem como no valor das ações. Porém, apesar da relevância do assunto, pouca oferta de literatura é verificada para a relação entre competitividade de mercado e custo da dívida.

Segundo Tirolle (2006) a competitividade induz a uma redução da renda esperada e ao aumento do risco fluxo de caixa, podendo dificultar o pagamento dos financiamentos, razão pela qual os financiadores de capital tendem a cobrar maiores juros para compensar o risco de inadimplência. Ainda relacionado a um maior custo da dívida, Verrecchia e Weber (2006) relatam que a competitividade pode intensificar a assimetria informacional, haja vista que as empresas que operam em ambientes mais competitivos estão mais propensas a não divulgarem todas as informações relevantes por temerem que os concorrentes se beneficiem de alguma forma.

De forma similar Lin e Wei (2014) descrevem que empresas atuantes em setores com maior competitividade tendem a ocultar informações estratégicas que caracterizam a vantagem competitiva da empresa, principalmente pela insegurança relacionada a informações específicas que podem ser obtidas pelos concorrentes. Para Boubaker et al. (2018) a assimetria informacional eleva os incentivos das empresas em esconder informações privadas e conseqüentemente espera-se um maior custo de financiamento da dívida nas empresas inseridas em ambientes mais competitivos.

Em contraponto, à medida que aumenta o número de empresas em um determinado setor, aumenta também a transparência informacional, ou seja, a assimetria informacional é reduzida se a competitividade de mercado for maior, o pode contribuir para que os financiamentos sejam obtidos com custo inferior (Sengupta, 1998).

Há ainda evidências na literatura econômica de que a concorrência acirrada no mercado pode influenciar para que os gestores se comportem de maneira mais eficiente (Allen & Gale, 2000; Waisman, 2013). Um dos motivos desse argumento está embasado no fato de que as forças disciplinares da competição tendem a dispensar imediatamente gestores incompetentes e, assim sendo, as empresas mais bem geridas tem maior probabilidade de conseguir financiamentos com custos menores.

Nessa direção, Hart (1983) afirma que a concorrência exerce pressão sobre os gestores para redução da folga financeira, levando a uma melhora na qualidade da governança, bem como atenuando os problemas de agência ocorridos entre gestores e acionistas. Esse cenário, segundo Hart (1983), faz com que os credores da dívida reconheçam os benefícios e reduzam os custos de financiamentos.

Na literatura internacional Valta (2012) analisou a influência da competitividade de mercado no custo de financiamento da dívida de companhias abertas americanas no período de 1992 a 2007. Os resultados revelaram que os bancos cobravam juros significativamente superiores para empréstimos de empresas em ambientes mais competitivos. O autor concluiu que os bancos precificavam contratos financeiros levando em conta o risco decorrente da concorrência de mercado. Por outro lado, Waisman (2013) também investigou uma amostra composta por companhias abertas americanas, no período de 1990 a 2008 e os resultados demonstraram que a competitividade de mercado influenciava para redução dos custos dos empréstimos bancários.

Então, não se verifica unanimidade na relação entre as variáveis estudadas. Porém, acredita-se que no Brasil, por possuir um ambiente institucional mais frágil, caracterizado por um mercado acionário menos ativo e com proteção legal aos direitos de propriedade significativamente inferiores ao de países mais desenvolvidos, a concorrência acirrada no mercado pode influenciar para que os gestores se comportem de maneira mais eficiente (Allen & Gale, 2000; Waisman, 2013). Nesse contexto, formulou-se a sexta hipótese da pesquisa: *H<sub>1</sub>: Há uma relação negativa entre a competitividade de mercado e o custo de financiamento da dívida.*

Nessa direção, espera-se que a competitividade de mercado influencie para um menor custo de financiamento da dívida, assim como apontaram os achados de Waisman (2013).

### **3 Influência das Características Organizacionais das Empresas no Custo de Financiamento da Dívida**

Diversos estudos nacionais e internacionais buscaram averiguar quais são as principais características organizacionais que influenciam no custo da dívida. Na sequência aborda-se a relação de cada uma das principais características com o custo de financiamento da dívida.

#### **3.1 Estrutura de Propriedade Familiar**

No tocante a influência da propriedade familiar no custo da dívida, uma vertente (Anderson, Mansi & Reeb, 2003; Khan et al, 2013; Ma et al., 2017) argumenta que as famílias são um tipo de investidor mais interessado na sobrevivência das empresas, pois, muitas vezes, detêm carteiras de investimento não diversificadas, no comparativo com outros tipos de acionistas. Também são investidores que procuram passar a empresa aos herdeiros, como um legado e não como uma riqueza para ser consumida durante suas vidas. Deste modo, os incentivos exclusivos das famílias sugerem que esse tipo de acionista pode reduzir conflitos de agência com os fornecedores da dívida. Logo, empresas familiares apresentariam menores custos de dívida em relação às empresas não familiares.

Como exemplo dessa abordagem Ma et al. (2017) analisaram uma amostra composta por 705 companhias abertas chinesas no período de 2004 a 2010 e os resultados revelaram que as empresas de controle familiar, em média, pagavam um custo significativamente menor da dívida (cerca de 10% menor), no comparativo com as de controle não familiar.

Por outro lado, uma perspectiva alternativa é que as famílias podem agravar os conflitos de agência, uma vez que, na maioria dos casos, possuem voz e poder de forçar a empresa a atender suas demandas (familiares) em detrimento dos minoritários. Então, se as famílias aumentam os conflitos de agência, os fornecedores da dívida tenderiam a exigir maiores juros das empresas familiares para compensar o risco superior (Boubakri & Ghouma, 2010; Lin, Ma, Malatesta & Xuan, 2011; Tanaka, 2014; Hashim & Amrah, 2016).

Como exemplo têm-se Tanaka (2014) que investigou uma amostra composta por 196 companhias abertas japonesas com dados disponíveis no período de 2005 a 2008. Os resultados revelaram que a propriedade familiar estava positivamente correlacionada com maior custo da dívida. Segundo o autor, os resultados evidenciavam preocupação dos credores com a possibilidade de existirem maiores conflitos de agência nesse tipo de empresa. Hashim e Amrah (2016) analisaram empresas do Sultanato de Omã, país árabe, que possuíam dados disponíveis para o período de 2005 a 2011. Os resultados evidenciaram que o custo da dívida em empresas familiares era maior em comparação com empresas não familiares.

De modo geral, os resultados ainda são bastante divergentes, pois, enquanto alguns autores identificaram maior custo da dívida em empresas familiares, outros encontraram o

inverso. No entanto, no Brasil, em razão do país possuir um mercado de ações em desenvolvimento em que maioria das companhias possuem propriedade altamente concentrada, diferente do que em mercados mais desenvolvidos, como Estados Unidos e Reino Unido, por exemplo, acredita-se que tende a prevalecer a segunda abordagem, de que as famílias podem agravar os conflitos de agência, uma vez que, na maioria dos casos, possuem voz e poder de forçar a empresa a atender suas demandas (familiares) em detrimento dos minoritários. Sendo assim, formula-se a primeira hipótese da pesquisa:  $H_2$ : *Há uma relação positiva entre a estrutura de propriedade familiar e o custo de financiamento da dívida.*

Nessa direção, espera-se que as empresas que possuem estrutura de propriedade familiar apresentarão maior custo de financiamento da dívida, assim como apontaram os achados de Tanaka (2014) e Hashim e Amrah (2016).

### 3.2 Governança Corporativa

A adoção de melhores práticas de governança corporativa pode gerar benefícios, inclusive associados a melhoria da reputação das empresas, frente aos credores da dívida. Isso poderia influenciar na estrutura de capital de diversas formas, como aumentando a possibilidade de captação de recursos de terceiros a custos mais baixos (Chen, 2012; Ghouma et al., 2018).

Diante de boas práticas de governança, os detentores de títulos enfrentarão menores riscos em relação à administração da empresa e isso, por sua vez, poderá levar à uma redução do custo da dívida. Do ponto de vista de um credor, um dos fatores mais importantes que pode influenciar para maior integridade da gestão e qualidade das informações contábeis é a governança corporativa. Sendo assim, o custo da dívida pode ser sensível a adoção de boas práticas de governança (Anderson, Mansi & Reeb 2004).

Anderson et al. (2004) investigaram a associação entre governança e custo de financiamento da dívida de 252 companhias abertas americanas, no período de 1993 a 1998. Concluíram que conselhos mais independentes e maiores influenciavam para redução do custo de financiamento da dívida. Outros pesquisadores, tais como de Chen (2012) e Ghouma et al. (2018) também constataram que a governança corporativa influenciava na redução do custo da dívida. Por outro lado, ainda em nível internacional, estudos como de Tanaka (2014) e Bradley e Chen (2015) não verificaram influência significativa de práticas de governança corporativa no custo de financiamento da dívida.

No Brasil, Caroprezo (2011) constatou que empresas com melhores práticas de governança possuíam menor custo da dívida. Os resultados de Barros et al. (2015) evidenciaram que a adoção de mecanismos de governança pode exercer impacto sobre a redução do custo de financiamento de dívidas. Fonseca e Silveira (2016) verificaram que a adoção a níveis mais elevados de governança corporativa na Bolsa de valores brasileira reduzia o custo do capital de terceiros das companhias investigadas. Bonetti (2018) constatou que conselhos constituídos com maiores percentuais de membros independentes podem influenciar na redução do custo de financiamento da dívida.

Em relação a governança, apesar de não haver unanimidade, a grande maioria dos estudos apresentam relação negativa, logo formulou-se a segunda hipótese da pesquisa:  $H_3$ : *Há uma relação negativa entre a governança corporativa e o custo de financiamento da dívida.*

Portanto, espera-se que empresas com melhores práticas de governança corporativa apresentarão menor custo de financiamento da dívida, assim como nos estudos de Caroprezo

(2011), Chen (2012), Barros et al. (2015) Fonseca e Silveira (2016), Bonetti (2018) e Ghouma et al. (2018).

### 3.3 Conexões Políticas

As conexões políticas são definidas como as ligações de empresas ou grupos econômicos aos governos (Chen, Li, Su & Sun, 2011). A literatura exemplifica conexões políticas como aquelas que ocorrem mediante a participação acionária do governo na estrutura de propriedade (Shailer & Wang, 2015; Santos, 2017), por meio de doações de empresas às campanhas eleitorais (Silva, 2016; Pletsch, 2018), ou, também, pela presença de políticos no conselho administrativo ou diretoria executiva das organizações (Faccio, 2006; Ding, Li & Wu, 2018).

Ao relacionar as conexões políticas com o custo da dívida, duas vertentes são observadas na literatura. A primeira relata que as conexões políticas podem proporcionar as empresas benefícios como acesso preferencial a financiamentos bancários de melhor condição, recebimento de subvenções e assistências governamentais, maiores chances de vencer concorrentes para compras governamentais e menor pressão regulatória. Estes benefícios podem contribuir para um aumento da vantagem competitiva que levará a um custo da dívida menor (Boubakri, Guedhami, Mishra & Saffar, 2012; Shailer & Wang, 2015; Hung, Jiang, Liu, Tu & Wang, 2017; Pletsch, 2018).

Shailer e Wang (2015), por exemplo, investigaram o impacto das conexões políticas, por meio do controle acionário do governo, sobre o custo da dívida em companhias abertas chinesas, no período de 2002 a 2008. Os resultados demonstraram que empresas controladas pelo governo apresentavam um custo da dívida menor.

Por outro lado, as conexões podem resultar em maior propensão das empresas para satisfazerem necessidades políticas, como fornecer empregos desnecessários, empregar políticos não qualificados em cargos diversos, ou, aumentar salários de colaboradores politicamente conectados, por exemplo. Estes fatores tiram o foco da maximização do valor, prejudicam o desempenho e podem influenciar para um aumento do custo da dívida (Liedong & Rajwani, 2017).

Nessa abordagem, Borisova et al. (2015) investigaram uma amostra de 226 empresas de 43 países e os resultados indicaram que a participação do governo estava associada a um aumento no custo da dívida. Liedong e Rahwani (2017) examinaram uma amostra composta por 179 empresas ganesas. As descobertas mostraram uma relação positiva entre os laços políticos e o custo da dívida.

No cenário brasileiro pode ser citado o estudo de Silva (2016) que verificou a influência das conexões políticas, por meio do valor doado para as campanhas eleitorais no custo de capital de terceiros e que não encontrou relações significantes. Também o de Santos (2017) que analisou o efeito das conexões políticas, mensuradas por meio da estrutura de propriedade, conselho de administração e doações para campanhas eleitorais no período de 2010 a 2015 e que constataram que as empresas que mantinham em sua estrutura acionária o governo como acionista direto apresentavam um custo da dívida inferior. Ainda, Pletsch (2018) que verificou a influência das conexões políticas no custo de financiamento da dívida em uma amostra constituída por 204 companhias no ciclo político nacional completo de 2011 a 2014 e 213 companhias no ciclo político parcial de 2015 a 2016 e que percebeu que apenas as conexões por meio de doações para campanhas eleitorais causaram maior influência para a redução do custo de financiamento da dívida.

Diante dos achados e considerando a literatura nacional, formula-se a terceira hipótese de pesquisa: *H<sub>4</sub>: Há uma relação negativa entre as conexões políticas e o custo de financiamento da dívida.*

Nessa linha de raciocínio, pode-se esperar que empresas que possuem conexões políticas apresentarão menor custo de financiamento da dívida, conforme constataram Santos (2017), Boubakri et al. (2012), Shailer e Wang (2015), Hung et al. (2017) e Pletsch (2018).

### 3.4 Gerenciamento de Resultados

O gerenciamento de resultados é fruto dos inúmeros critérios que podem ser seguidos para procedimentos contábeis, ou seja, o gestor tem a possibilidade de optar por um ou outro critério, de acordo com seu julgamento. Assim, a liberdade do gestor pode resultar em uma ação oportunista, conduzindo a evidências tendenciosas (NARDI, 2008). Diante dessa discricionariedade pode surgir um ambiente com assimetria informacional, baixa qualidade das informações e conflitos de agência.

Quando relacionada ao custo da dívida, Martinez (2001) aduz que as informações contábeis são importantes influenciadoras da distribuição de riqueza pelo investidor, das taxas de investimentos, da própria percepção do risco e da maneira como os recursos são alocados nas empresas. Nardi (2008) complementa atentando para o fato de que uma informação que não reflete a verdadeira situação econômico-financeira da empresa, isto é, uma má qualidade, poderá afetar a tomada de decisão tanto de investidores quanto de credores.

No mercado norte-americano é possível identificar diversos estudos que relacionam o gerenciamento de resultado ao custo de capital, a título de exemplos têm-se Francis et al. (2002), Francis, Khurana e Pereira (2005) e Aboody, Hughes e Liu (2005), que encontraram relação positiva entre o gerenciamento de resultados e o custo da dívida. Demonstraram que os custos para captação de recursos se elevavam à medida em que se verificava maior gerenciamento de resultados.

Uma vertente contrária abordada por Crabtree et al. (2014) demonstra que empresas que mais gerenciavam resultados, ou seja, que visavam manipular as informações, conseguiram obter financiamento a custos inferiores. Outra relação negativa entre a qualidade da informação e o custo da dívida vislumbrou-me em estudo seminal realizado por Sengupta (1998). O autor constatou que quanto maior a qualidade de divulgação menor eram as taxas que compunham o custo da dívida.

Nacionalmente, Nardi (2008) verificou que o custo da dívida era influenciado positivamente pelo gerenciamento de resultado. Nardi, Silva, Nakao e Valle (2009) também evidenciaram que quanto maior o gerenciamento, maior o custo da dívida. Nesse contexto formula-se a quarta hipótese da pesquisa: *H<sub>5</sub>: Há uma relação positiva entre gerenciamento de resultados e o custo de financiamento da dívida.*

Portanto, espera-se que empresas que praticam maior gerenciamento de resultados apresentarão maior custo de financiamento da dívida, assim como apontaram Francis et al. (2002), Francis et al. (2005), Aboody et al. (2005) e Nardi et al. (2009).

### 3.5 Responsabilidade Social Corporativa

A responsabilidade social corporativa vem ganhando espaço e adentrando no mundo dos negócios de forma crescente. Engloba as ações econômicas, legais, morais e filantrópicas que influenciam na qualidade de vida das partes interessadas (Hill, Ainscough, Shank & Manullang, 2007). De forma sucinta, a responsabilidade social busca o compromisso por parte

das empresas em contribuir com o desenvolvimento econômico, zelando pela qualidade de vida da comunidade em geral.

A relação entre a responsabilidade social corporativa e o custo da dívida está atrelada a questão do risco, ou seja, firmas socialmente irresponsáveis também apresentam um nível elevado de risco, o que, por sua vez, transmite insegurança aos investidores e financiadores de capital. Conseqüentemente, resultará em maiores custos na obtenção de recursos (Goss & Roberts, 2011)

Nesse sentido, Feldman, Soyka e Ameer (1997) aduzem que organizações com ações proativas tendem a ter seu risco significativamente reduzido aos olhos dos acionistas, resultando em menor custo de capital. Hong e Kacperczyk (2009) complementam descrevendo que investidores socialmente conscientes preferem não investir em empresas com baixa reputação quanto a sua responsabilidade social.

Ghoul et al. (2011) examinaram se a responsabilidade social corporativa influenciava no custo do capital próprio e perceberam que empresas com elevados índices de responsabilidade social corporativa tendiam a ter menores custos de capital próprio. Nesse sentido, Sharfman e Fernando (2008) afirmam que organizações que melhor desenvolvem estratégias para gestão do risco socioambiental são recompensadas pelo mercado financeiro, sendo que o principal fator de recompensa é a redução do custo de capital próprio.

Goss e Roberts (2011) analisaram uma amostra de 3.996 empréstimos e concluíram que firmas norte-americanas com limitações quanto a sua responsabilidade social pagavam em média 7 a 18 pontos a mais de juros bancários, no período de 1991 a 2006, em comparação a empresas socialmente responsáveis. No cenário brasileiro, Peixoto et al. (2016) verificaram quais eram os efeitos da decisão de uma empresa em aderir ao Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) sobre seu custo de capital, no período de 2009 a 2013 e os resultados revelaram uma relação negativa entre a adesão ao ISE e o custo de capital.

Relacionado a responsabilidade social corporativa, também não se visualiza unanimidade na relação com o custo da dívida, todavia, a grande maioria dos estudos apresentam relação negativa, logo formulou-se a quinta hipótese da pesquisa:  $H_6$ : *Há uma relação negativa entre a responsabilidade social corporativa e o custo de financiamento da dívida.*

Espera-se que empresas mais envolvidas com ações voltadas para a responsabilidade social corporativa apresentarão menor custo de financiamento da dívida, conforme constataram Sharfman e Fernando (2008), Ghoul et al. (2011), Goss e Roberts (2011), Peixoto et al. (2016).

#### 4 Procedimentos Metodológicos

Realizou-se pesquisa descritiva, quantitativa e conduzida por meio de análise documental em uma amostra de companhias abertas listadas na B3. Devido as peculiaridades do setor, foram excluídas as instituições financeiras, bem como os *outliers* e eventuais companhias que não dispunham de todos os dados necessários para realização da pesquisa. Destarte, a amostra selecionada foi composta por 336 companhias em 2011, 334 em 2012, 324 em 2013, 346 em 2014, 338 em 2015, 332 em 2016 e 329 em 2017, totalizando 2.339 observações.

Em relação ao período, ressalta-se que a implementação das Normas Internacionais de Contabilidade no Brasil ocorreu de forma obrigatória a partir de 2010. Desta forma, para reduzir vieses na pesquisa, optou-se por excluir o primeiro ano de adoção das normas, visto que o primeiro ano exigiu inúmeras adaptações.



O custo da dívida é estimado pela razão entre as despesas financeiras e o passivo financeiro oneroso, calculado para cada ano e para cada empresa da amostra. Importante salientar que na variável despesa financeira não estão inclusos os juros sobre capital próprio e que a variável passivo financeiro oneroso engloba todos os financiamentos e empréstimos de curto e longo prazo, bem como as debêntures de curto e longo prazo.

A métrica empregada para obtenção do custo de financiamento da dívida é muito utilizada em estudos nacionais e internacionais. Como exemplos de estudos que a utilizaram têm-se Valta (2012), Waissman (2013), Tanaka (2014), Barros et al. (2015), Bradley e Chen (2015), Hashim e Amrah (2016), Ma et al. (2017), Lanzarin (2017).

Para avaliar o nível de competitividade de mercado das companhias abertas listadas na B3 utilizou-se como *proxy* o índice de Herfindahl-Hirschman, calculado da seguinte forma: se em um determinado setor existem duas empresas e cada uma possui exatamente 50% das vendas, então o HHI é  $(0,5)^2 + (0,5)^2 = 0,5$ . Se no setor existem três companhias, uma com 50% e as outras com o restante (25% cada), então o HHI é  $(0,5)^2 + (0,25)^2 + (0,25)^2 = 0,375$ . Em resumo, quanto menor o índice, maior é a competitividade do setor (Lijesen, 2004; Besanko et al., 2006). Todavia, visando facilitar a interpretação dos resultados, na análise multivariada, o índice Herfindahl-Hirschman foi multiplicado por -1 (menos um). Esse procedimento também foi utilizado por Dhaliwal, Huang, Khurana & Pereira (2008) e Almeida (2010). Dessa maneira, quanto maior o valor do índice, maior o grau de competição.

As características organizacionais investigadas, que também podem influenciar no custo da dívida, foram: estrutura de propriedade familiar, governança corporativa, conexões políticas, gerenciamento de resultados e responsabilidade social corporativa. A primeira característica em pauta é o tipo de estrutura de propriedade. Nesse caso, arquitetou-se uma variável denominada de estrutura familiar (Estrut\_Fam), que recebeu valor "1" nos casos em que o último acionista controlador era uma família ou um indivíduo (em termos de direitos de voto), com participação mínima de 10% para atribuição do valor, sendo que nos demais casos atribuiu-se valor "0". A mesma métrica foi utilizada no estudo base de La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999), bem como em outros estudos similares como os de Anderson et al. (2003), Boubakri e Ghouma (2010), Lin et al. (2011), Tanaka (2014), Khan et al. (2013), Hashim e Amrah (2016), Lanzarin (2017) e Ma et al. (2017).

Para a variável governança corporativa, a partir dos estudos de Anderson et al. (2004), Chen (2012), Barros et al. (2015), Bradley e Chen (2015), Bonetti (2018) e Ghouma et al. (2018), elaborou-se um índice composto por quatro características: maioria de membros independentes no conselho; não dualidade nos cargos de diretor-presidente e presidente do conselho; auditoria por *Big Four* e existência de comitê de auditoria.

Na formação do índice as respostas foram binárias (0 e 1), sendo 1 para as características que representaram boas práticas de governança corporativa e 0 para aquelas que não. Por exemplo, para as empresas que possuíam a maioria dos membros independentes no conselho, atribuía-se valor "1", o mesmo ocorria quando não se observava dualidade nos cargos de diretor-presidente e presidente do conselho, se a empresa era auditada por umas das *big four* e se existia um comitê de auditoria na organização, do contrário atribuía-se valor "0". Todas as práticas investigadas possuíam o mesmo peso e ao final cada empresa obteve uma pontuação que variou de 0% (pior) a 100% (melhor).

Para conexões políticas foram utilizadas duas métricas. A primeira deu-se mediante variável categórica, denominada de participação acionária do governo (ConexPol\_PartAccion), que recebeu valor "1" nos casos em que havia participação acionária (ações ordinárias) do governo (Estado, Município ou União) de no mínimo 10%, e valor "0" caso contrário. A

adoção desse critério é similar a Boubakri et al. (2012), Borisova et al. (2015), Shailer e Wang (2015), Liedong e Rajwani (2017) e Pletsch (2018).

A segunda, foi para o caso de conexões políticas mediante doações. Criou-se uma variável categórica denominada de doação para campanha eleitoral (ConexPol\_Doacao), que recebeu valor "1" nos casos em que a companhia havia realizado doações para as campanhas eleitorais ocorridas no ano de 2010 ou 2014 e valor "0" caso contrário. Similar a este procedimento verificou-se na literatura os trabalhos de Pinheiro, De Luca e Vasconcelos (2016), Silva (2016) e Pletsch (2018).

O gerenciamento de resultados foi analisado por meio dos *accruals* discricionários, baseados no modelo de Jones Modificado (Dechow, Sloan & Sweeney, 1995), um dos modelos mais utilizados na literatura. Cita-se como exemplos os estudos de Nardi et al. (2009), Mazzioni et al. (2015), Moura et al. (2016) e Du et al. (2017).

O primeiro passo foi determinar os *accruals* totais, pela comparação entre o lucro líquido e o fluxo de caixa operacional, conforme Equação 1:

$$AT_{i,t} = (\Delta AC_{i,t} - \Delta PC_{i,t} - \Delta Caix_{i,t} + \Delta FCP_{i,t} - DEP_{i,t}) / AT_{i,t-1}$$

Em que:

$AT_{i,t}$  = *Accruals* totais em  $t$ ;

$\Delta AC_{i,t}$  = Variação no ativo circulante em  $t$ ;

$\Delta PC_{i,t}$  = Variação em passivo circulante em  $t$ ;

$\Delta Caix_{i,t}$  = Variação em caixa e equivalentes em  $t$ ;

$\Delta FCP_{i,t}$  = Variação em financiamento de curto prazo no passivo circulante em  $t$ ;

$DEP_{i,t}$  = Depreciação e amortização no período  $t$ ; e

$AT_{i,t-1}$  = Ativo total em  $t-1$

Após, por regressão matemática, foram estimados os *accruals* discricionários. Conforme já descrito, para o cálculo da regressão linear, entre os vários métodos teóricos, utilizou-se o modelo Jones Modificado (Dechow et al., 1995), conforme Equação 2:

$$AT_{i,t} = \alpha_1 \left( \frac{1}{TA_{i,t-1}} \right) + \alpha_2 \left( \frac{\Delta RT_{i,t} - \Delta CR_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right) + \alpha_3 \left( \frac{AI_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{i,t}$$

Em que:

$AT_{i,t}$  = *Accruals* totais da empresa  $i$  no ano  $t$ ;

$TA_{i,t-1}$  = Ativo total da empresa no final do ano  $t-1$ ;

$\Delta RT_{i,t}$  = Variação da receita líquida da empresa  $i$  do ano  $t-1$  para o ano  $t$ ;

$\Delta CR_{i,t}$  = Variação da conta duplicatas a receber (clientes) da empresa  $i$  do ano  $t-1$  para o ano  $t$ ;

$AI_{i,t}$  = Ativo imobilizado e intangíveis da empresa  $i$  no ano  $t$ ;

$\varepsilon_{i,t}$  = resíduo da regressão para a empresa  $i$  no ano  $t$ .

Salienta-se que no cômputo, ocorreu a ponderação das variáveis pelos ativos totais para impedir a influência do tamanho da empresa nos resultados.

Por fim, para a métrica da variável responsabilidade social corporativa, criou-se uma variável categórica que recebia valor "1" no caso das companhias da amostra que integravam o Índice de Sustentabilidade Empresarial- ISE, da B3, e "0" caso contrário. A mesma métrica foi observada nos estudos de Teixeira, Nossa e Funchal (2011); Lameira, Ness, Quelhas & Pereira (2013) e Peixoto et al. (2016).

Para identificar o custo da dívida e calcular a competitividade os dados foram coletados no banco de dados Economatica. Especificamente, as informações alusivas a estrutura de propriedade familiar foram coletadas manualmente, em cada ano, para cada empresa da amostra, nos Formulários de Referência das companhias, na seção 6.3, 8.1, 15.2, 15.4 e 15.5. Os dados relativos a governança corporativa também foram coletados manualmente, em cada ano, para cada empresa da amostra, nos Formulários de Referência, nas seções 2 e 12. Os dados para conexões políticas foram coletados nos Formulários de Referência das companhias, mais especificamente, nas seções 6, 8 e 15 e nos sítios: [www.asclaras.org.br](http://www.asclaras.org.br) e [www.tse.jus.br](http://www.tse.jus.br). Quanto ao gerenciamento de resultados, as informações foram coletadas no banco de dados Economatica. Por fim, em relação a responsabilidade social corporativa, os dados foram coletados no website da B3.

As variáveis de controle da pesquisa foram: o crescimento da empresa, o desempenho, o endividamento, a idade da empresa e o tamanho da empresa.

a) Crescimento da empresa (Variação do total das vendas do ano  $t-1$  para o ano  $t$ ): empresas com elevado crescimento tendem a realizar investimentos mais arriscados, encontram-se em ambientes mais instáveis, de maior oscilação nos fluxos de caixa e assimetria informacional. Tais fatores fazem com que estas empresas estejam expostas há um maior risco, que por sua vez induz há um maior custo de endividamento (Shailer & Wang, 2015; Bradley & Chen, 2015; Ma et al., 2017).

b) Desempenho (Ebitda/Ativo total): empresas com melhor desempenho tendem a ter facilidade no pagamento de suas dívidas, bem como, apresentam menor risco de inadimplência e conseguem angariar recursos no mercado financeiro com menores custos, (Hashim & Amrah, 2016; Ghouma et al., 2018; Boubaker et al., 2018).

c) Endividamento da empresa ((Passivo circulante + Passivo não circulante) / Ativo total): o risco de inadimplência é maior em empresas que apresentam maiores índices de endividamento, visto que são consideradas arriscas pelo mercado. Assim, como forma de garantia e proteção os credores tendem a cobrar maiores juros (Bliss & Gul, 2012; Valta, 2012; Waisman, 2013; Tanaka, 2014; Boubaker et al., 2018).

e) Idade da empresa (Número de anos desde a data de fundação): empresas que estão no mercado há mais tempo tendem a usufruir de solidez financeira, são vistas como confiáveis e gozam de boa reputação. Também tendem a ter melhores mecanismos de gestão, que por sua vez, contribuem na relação com os credores que fornecerão recursos a custos menores (Tanaka, 2014; Ge & Liu, 2015; Bradley & Chen, 2015).

f) Tamanho da empresa (Log do ativo total): empresas maiores possuem maior capacidade de suportar desempenhos negativos e problemas de fluxos de caixa, o que as tornam menos propensas a inadimplências. Desta forma, são consideradas menos arriscadas pelo mercado que, conseqüentemente, oferta recursos com menores taxas de juros (Valta, 2012; Waisman, 2013; Hashim & Amrah, 2016; Ma et al., 2017; Boubaker et al., 2018).

Os dados relativos ao crescimento de vendas, retorno sobre os ativos, endividamento e tamanho da empresa foram coletados no banco de dados Economatica. A idade das empresas foi observada nos Formulários de Referência divulgados no sítio da B3.

Para verificar a influência da competitividade de mercado e das características organizacionais, bem como das variáveis de controle, no custo de financiamento da dívida das companhias abertas que compõem a amostra foi realizada análise de regressão por meio de dados em painel.

#### 4 Descrição e Análise dos Dados

Neste capítulo vislumbra-se a descrição e análise dos dados coletados, a priori, evidenciam-se na Tabela 1, as estatísticas descritivas do custo de financiamento da dívida das companhias da amostra.

**Tabela 1 – Estatísticas descritivas do custo de financiamento da dívida do período de 2011 a 2017**

Ano	Nº de Empresas	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
2011	336	0,0002	8,9154	0,2499	0,5603
2012	334	0,0004	5,1028	0,2277	0,4361
2013	324	0,0001	8,7017	0,2515	0,6360
2014	346	0,0001	11,6667	0,2706	0,8123
2015	338	0,0026	7,6678	0,3431	0,7083
2016	332	0,0010	8,9396	0,3923	0,9349
2017	329	0,0004	9,8251	0,3389	0,8883
<b>2011 a 2017</b>	<b>2339</b>	<b>0,0001</b>	<b>11,6667</b>	<b>0,2963</b>	<b>0,1672</b>

Fonte: dados da pesquisa.

Percebe-se na Tabela 1, que a média do custo de financiamento da dívida do recorte temporal delimitado remete a 0,2963. Ao analisar os dados de cada ano, é possível perceber que o indicador médio do custo da dívida, que era de 0,2499 no ano de 2011, reduziu para 0,2277 no ano de 2012. A partir do ano de 2012 o indicador mostrou-se crescente ao longo de todo o período, até atingir 0,3923 no ano de 2016. Todavia, reduziu para 0,3389 no ano de 2017, último ano investigado.

Bonetti (2018) também identificou um indicador de custo da dívida crescente no período de 2012 a 2016 em uma amostra composta por aproximadamente 220 companhias abertas. Segunda a autora, o crescimento do custo da dívida pode ser reflexo da crise financeira que ocorreu no Brasil, principalmente a partir do ano 2010, que tem elevado o nível de endividamento e o risco de inadimplência.

Utilizando a mesma métrica, Barros et al. (2015) analisaram o custo do endividamento de 83 companhias abertas no período de 2008 a 2010 e identificaram um indicador médio de 0,26. Fonseca e Silveira (2016) encontraram um indicador médio correspondente a 0,20 em uma amostragem de 230 companhias abertas não financeiras, nos anos de 2010 a 2014.

De modo geral, em literatura convergente com o tema em questão, encontram-se médias semelhantes em diversas pesquisas. Pode-se citar ainda Barros, Koss e Consoni (2017) que encontraram uma média de 0,29, muito semelhante ao observado nesta pesquisa, o resultado deu-se com uma amostra de 57 empresas para os anos de 2010 a 2012. No entanto, cabe destacar que diferenças de resultados podem ser decorrente dos critérios de formação da amostra.

Ainda na Tabela 1, é possível verificar que o indicador máximo de custo da dívida remete a 11,67 para o ano de 2014, os mínimos da amostra estão entre 0,0001 e 0,0260. A média das distâncias das observações em relação à média geral da variável (desvio padrão), é maior no ano de 2016, cuja média foi de 0,9349, indicando uma maior dispersão dos dados em torno da média (variância) neste ano.

Na sequência, apresentam-se os resultados da análise da regressão por meio de dados em painel, que possibilitaram verificar a influência da competitividade de mercado e das características organizacionais das empresas no custo de financiamento da dívida. Na Tabela 2, apresentam-se os coeficientes das regressões.

**Tabela 2 - Coeficientes das regressões de dados em painel da influência da competitividade e das características organizacionais no custo de financiamento da dívida**

<i>Variáveis</i>	<i>Modelo 1 (Efeito Aleatório)</i>	<i>Modelo 2 (Efeito Aleatório)</i>	<i>Modelo 3 (Efeito Aleatório)</i>
(Constante)	<b>1,59***</b>	<b>1,68***</b>	<b>1,60***</b>
<i>Características organizacionais</i>			
Estrut_Fam	<b>0,0792*</b>	-----	<b>0,0717*</b>
Gov.Corp	<b>-0,0020**</b>	-----	<b>-0,0020**</b>
ConexPol_Particip.Acion	0,0988	-----	0,1042
ConexPol_Doacao	0,1375	-----	0,1345
Ger_Result	0,1899	-----	0,1796
RespSocCorp	0,0315	-----	0,0268
<i>Competitividade de mercado</i>			
Compet	-----	<b>-0,5390**</b>	<b>-0,5020**</b>
<i>Variáveis de controle</i>			
Cresc_Cia	<b>-0,0008**</b>	<b>-0,0008**</b>	<b>-0,0008**</b>
Roa	-0,0744	-0,0534	-0,0718
Endiv	<b>-0,0018*</b>	<b>-0,0017</b>	<b>-0,0018*</b>
Idade_Cia	<b>0,0035***</b>	<b>0,0033***</b>	<b>0,0035***</b>
Tam_Cia	<b>-0,2188***</b>	<b>-0,2400***</b>	<b>-0,2248***</b>
R <sup>2</sup> Overall	0,06	0,07	0,07
Wald chi <sup>2</sup>	70,35	66,93	75,93
Significância do Modelo	0,00***	0,00***	0,00***
Nº de observações	2.339	2.339	2.339
LM de Breusch-Pagan	0,00***	0,00***	0,00***
Teste de Hausman	0,7423	0,0931	0,0825

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

Fonte: dados da pesquisa.

Ressalta-se que nos três modelos evidenciados na Tabela 2 utilizou-se o custo de financiamento da dívida como variável predita. Para o Modelo 1 as características organizacionais e as de controle foram classificadas como variáveis independentes, omitindo-se do modelo a variável de destaque competitividade. O Modelo 2 foi elaborado com a variável preditora competitividade, acrescido das variáveis de controle. Por fim, o Modelo 3 foi composto mediante utilização de todas as variáveis delimitadas para o estudo.

Para o Modelo 1 utilizou-se a modelagem em painel de efeitos aleatórios, vez que o teste de *Breusch-Pagan* foi significativo ao nível de 5% e que o posterior teste realizado, teste de *Hausman*, não apresentou significância ao nível de 5%. Logo, o resultado do teste de *Hausman* demonstra que não houve rejeição da hipótese nula e, portanto, o modelo de correção de erros não foi rejeitado, neste caso, o modelo adequado é o aleatório (FÁVERO, 2009). O mesmo ocorreu para o Modelo 2 e Modelo 3, onde os testes de *Breusch-Pagan* também foram significantes ao nível de 5% e os testes de *Hausman* não mostraram significância. A variação do poder explicativo dos três modelos, mediante R<sup>2</sup> Overall, foi equivalente a 6% para o Modelo 1 e 7% para os Modelos 2 e 3.

Em relação as características organizacionais, é possível observar na Tabela 2 que duas variáveis foram estatisticamente significativas. A primeira remete a estrutura de

propriedade do tipo familiar (Estrut\_Fam). Esta variável revelou-se significativa ao nível de 10%, no Modelo 1, bem como, quando analisada de forma conjunta com todas as variáveis no Modelo 3. Sendo assim, não se rejeita a hipótese  $H_2$  de que há uma relação positiva entre a estrutura de propriedade familiar e o custo de financiamento da dívida.

Segundo Tanaka (2014) é perceptível um maior conflito de agência em empresas com esse tipo de estrutura e conseqüentemente os credores da dívida tendem a cobrar maiores custos pelo empréstimo de recursos. O resultado evidenciado para a variável de estrutura familiar também se mostra congruente com o observado por Boubakri e Ghouma (2010), Lin et al. (2011) e Hashim e Amrah (2016).

A segunda variável refere-se a governança corporativa, que revelou-se significativa ao nível de 5%, no Modelo 1, bem como, quando analisada de forma conjunta com todas as variáveis da pesquisa no Modelo 3. O coeficiente negativo indica que organizações com melhores práticas de governança corporativa tendem a desembolsar menores valores em forma de juros pelos empréstimos adquiridos junto a terceiros. Desta forma, não se rejeita a  $H_3$  de que há uma relação negativa entre a governança corporativa e o custo de financiamento da dívida.

Estes resultados estão alinhados aos de Ghouma et al. (2018), que evidenciou que melhores práticas de governança, como maior representatividade de conselheiros independentes, por exemplo, possibilitava maior transparência e credibilidade das informações contábeis, que impactavam na redução do custo da dívida. Os autores descreveram ainda que boas práticas de governança contribuíam para que os credores se sentissem mais seguros em relação ao monitoramento da gestão, que se refletia em menor custo da dívida.

Bradley e Chen (2015) e Ghouma et al. (2018) salientaram que práticas de governança como a não dualidade nos cargos de diretor presidente e de presidente do conselho influenciavam para uma redução do custo da dívida, haja vista que a segregação das funções reduzia a concentração de poder e aumentava a independência do conselho. Conseqüentemente os credores percebiam, valorizavam essas características e reduziam os juros da dívida. Ge e Liu (2015) argumentaram ainda que havia um menor risco de inadimplência em companhias auditadas por uma das *Big Four*, fato que também impulsionava para a redução do custo da dívida.

Em relação as demais variáveis referentes as características organizacionais não foram observadas significâncias. Especificamente no que tange as conexões políticas, os coeficientes foram positivos, dando indícios de influência para aumento do custo da dívida. Estudos indicam que os credores podem identificar risco associado a essa conexão, haja vista que pode ser oneroso sustentar laços políticos, sobretudo quando há necessidade de retribuição de favores mediante apoio a programas sociais do governo (Liedong & Rajwani, 2017). Outros estudos como de Bliss e Gul (2012) e Borisova et al. (2015) também evidenciaram relação positiva entre as conexões políticas e o custo da dívida. No entanto, apesar dos coeficientes serem positivos a falta de significância não permite afirmar que as conexões influenciam para um maior custo de financiamento da dívida. Então, de qualquer modo, rejeita-se a  $H_4$  que propunha a existência de uma relação negativa entre as conexões políticas e o custo de financiamento da dívida.

Os coeficientes positivos para a variável gerenciamento também dão indícios de que pode haver influência para aumento do custo da dívida. Conforme Leuz e Verrecchia (2005) a informação afeta a destinação dos recursos, pois uma baixa qualidade das informações prejudica a informatividade dos relatórios e eleva os riscos das fontes de financiamento, que

por sua vez tendem a cobrar taxas mais altas pelos empréstimos, ou seja, maior será o custo da dívida. Porém, a variável gerenciamento também se apresenta sem significância. Logo, se rejeita a hipótese  $H_5$  de que há uma relação positiva entre gerenciamento de resultados e o custo de financiamento da dívida.

A responsabilidade social corporativa foi outra variável que apresentou coeficientes positivos. Ge e Liu (2015) argumentam que atividades de responsabilidade social corporativa consomem mais recursos, que poderiam estar gerando lucros, de modo que as despesas relativas a RSC poderiam ser consideradas pelos credores como um mau uso do dinheiro dos acionistas.

Sendo assim, considerando que os lucros reduziriam, conseqüentemente, aumentaria o risco do negócio e haveria redução na capacidade de pagamento dos financiamentos. Logo, essas companhias tendem a pagar maior custo da dívida. Ge e Liu (2015) também encontraram evidências de que credores não recompensam firmas com maiores esforços para serem líderes em RSC. Barnea e Rubin (2005) foram outros autores que alertaram para o fato de que empresas podem investir demais em responsabilidade social para satisfazer os desejos dos gestores, incorrendo em conflito de agência, elevando o risco do negócio e conseqüentemente o custo de captação de recursos de terceiros. Mas, como os coeficientes não se mostraram significantes nos modelos, se rejeita a hipótese  $H_6$  de que há uma relação negativa entre a responsabilidade social corporativa e o custo de financiamento da dívida.

No tocante a competitividade de mercado, verifica-se na Tabela 2 que os coeficientes foram negativos e significantes ao nível de 5% em ambos os modelos (Modelo 1 e Modelo 3). O coeficiente foi equivalente a 0,53, no Modelo 1, e a 0,50, no Modelo 3.

Diante da associação negativa e significativa não se rejeita a hipótese  $H_1$  de que há uma relação negativa entre a competitividade de mercado e o custo de financiamento da dívida. Sendo assim pode-se concluir que a competitividade gera influência para um menor custo da dívida, tal resultado assemelha-se ao evidenciado por Waisman (2013). Este autor explica que as forças disciplinares da competição têm a capacidade de remover rapidamente organizações e gestores incompetentes do mercado, favorecendo um ambiente com menor risco e, conseqüentemente, contribuindo para menor custo da dívida.

A relação negativa também pode ser explicada considerando o fato de que a competitividade assegura uma gestão sem desperdícios, o que mitiga os potenciais conflitos de agência que podem contribuir para elevar o custo da dívida (Boubakri & Ghouma, 2010; Lin et al., 2011; Tanaka, 2014; Hashim & Amrah, 2016).

Quanto as variáveis de controle, nota-se da Tabela 2 coeficientes significativos para o crescimento das companhias, endividamento, idade e tamanho. Não constatando-se relação estatisticamente significativa apenas para a variável de desempenho, medida por meio da rentabilidade dos ativos (ROA).

No caso da variável crescimento, o coeficiente negativo, está em desacordo com abordado por Ma et al. (2017), Shailer e Wang (2015) e Liedong e Rajwani (2017) de que empresas que se encontram em crescimento estão sujeitas a maior risco e conseqüentemente maiores são os juros bancários.

O endividamento apresentou coeficiente negativo e significativo, indicando que empresas com maiores índices de endividamento tendem a apresentar menor custo da dívida. Uma possível justificativa para este resultado é que a dívida pode funcionar como disciplinadora dos gestores, ou seja, os credores, de modo geral, realizam um maior acompanhamento destas empresas que se tornam mais confiáveis e passam a obter financiamentos a juros menores, conforme mencionam Ghouma et al. (2018).

A variável idade da companhia mostrou-se positiva e significativa quando relacionada com custo da dívida, então entende-se que empresas que atuam a mais tempo no mercado apresentam maior custo da dívida. Este resultado é corroborado no estudo de Nardi (2008), que verificou uma correlação positiva entre a idade da companhia e seu custo da dívida.

A última variável de controle da pesquisa é o tamanho, que apresentou coeficiente negativo e significativo, ou seja, empresas maiores possuem menor custo da dívida. Esta constatação também foi verificada na pesquisa de Valle (2007), que argumentou que empresas maiores tem mais facilidade de acesso ao mercado de capitais, bem como, empresas maiores dispõem de mais ativos líquidos que podem ser dados em garantia, o que facilita o crédito e consequente o seu custo. Há também o argumento trazido por Lameira et al. (2013), de que empresas maiores, geralmente, estão associadas a menores riscos, o que se traduz em menor custo na captação de recursos.

Por fim, no tocante ao desempenho, cuja proxy foi o retorno sobre os ativos (ROA), não foi verificada significância no modelo. Contudo, sua relação negativa é condizente com outras pesquisas, tais como de Anderson et al. (2003), Lin et al. (2011), e Hashim e Amrah (2016). Admite-se que empresas mais lucrativas, por cumprirem com suas obrigações mais facilmente, são vistas como mais confiáveis pelos credores que cobrarão menores juros de financiamento da dívida.

## **5 Considerações Finais**

O objetivo do estudo foi verificar a influência da competitividade de mercado e das características organizacionais das empresas no custo de financiamento da dívida. Para tal, realizou-se pesquisa descritiva, quantitativa e conduzida por meio de análise documental, com consulta aos Formulários de Referência, banco de dados Economatica e websites. A amostra foi composta por 336 companhias em 2011, 334 em 2012, 324 em 2013, 346 em 2014, 338 em 2015, 332 em 2016 e 329 em 2017.

Nesse sentido, em relação ao custo de financiamento da dívida das companhias abertas, conclui-se que o custo da dívida sofre variação de 0,001 (mínimo) a 11,667 (máximo), sendo que a média de 0,2963 do período mostrou-se crescente ao longo dos anos (2011-2017), o que também foi evidenciado por Bonetti (2018). Esse resultado também foi similar aos estudos de Barros et al. (2015) com média de 0,26, Fonseca e Silveira (2016) com média de 0,20, e Barros et al. (2017) com média de 0,29.

Quanto a influência da competitividade de mercado e das características organizacionais das empresas no custo de financiamento da dívida, verificou-se que a variável estrutura de propriedade familiar apresentou coeficientes positivos e significantes, permitindo concluir que empresas com estrutura familiar possuem maior custo da dívida. Este resultado é similar aos identificados por Tabaka (2014), Boubakri e Ghouma (2010), Lin et al. (2011) e Hashim e Amrah (2016). Por outro lado, a governança corporativa apresentou coeficiente negativo, o que indicou que melhores práticas de governança corporativa tendem a reduzir o custo da dívida. Os achados se assemelham aos de Bradley, Chen (2015), Ge e Liu (2015), Ghouma et al. (2018).

As conexões políticas, tanto por participação acionária do governo, quanto por doações não apresentaram significância. Contudo, apresentaram relações positivas, o que também se verificou na literatura, isto é, empresas conectadas politicamente tendem a ter custo da dívida mais elevado (Bliss & Gul, 2012; Borisova et al., 2015; Liedong & Rajwani, 2017).



O gerenciamento de resultados também se revelou sem significância e com coeficientes positivos. Os coeficientes positivos dão apenas indícios de que quanto maior o gerenciamento de resultados maior o custo da dívida, o que também foi verificado no estudo de Leuz e Verrecchia (2005). Para a responsabilidade social corporativa embasou-se a análise no estudo Ge e Liu (2015), que remetem às questões sociais, alegando que maior consumo de recursos nestas causas poderiam ser convertidos em menores lucros, e reduzindo os lucros, consequentemente haverá redução na capacidade de pagamento, que por sua vez, eleva o risco e faz com que essas companhias tenham maior custo da dívida.

A variável competitividade de mercado, apresentou coeficientes negativos e significantes, o que permite concluir que o custo da dívida é inferior em ambientes com maior competitividade. Assim, o resultado está em consonância com o de Waisman (2013). Este autor explica que as forças disciplinadoras da competição têm a capacidade de remover rapidamente organizações e gestores incompetentes do mercado, favorecendo um ambiente com menor risco e, consequentemente, contribuindo para menor custo da dívida.

Sendo assim, no que se refere ao objetivo geral, de verificar a influência da competitividade de mercado e das características organizacionais das empresas no custo de financiamento da dívida, os resultados demonstraram que a competitividade de mercado influencia para redução do custo da dívida, enquanto que dentre as características organizacionais, apenas estrutura familiar e governança corporativa influenciam. Enquanto a estrutura de propriedade familiar influencia para aumento do custo da dívida, a governança corporativa influencia para redução do custo.

O presente estudo inova e acrescenta a literatura nacional ao considerar a competitividade no custo de financiamento da dívida, tema ainda escasso e de suma relevância. Relacionado aos estudos anteriores, as demais características organizacionais corroboram com achados já evidenciados e em outros casos, bem como acrescenta resultados diferentes, o que instiga novas pesquisas.

Apesar do rigor científico e dos cuidados metodológicos, a pesquisa apresenta limitações. A competitividade de mercado, por exemplo, mensurada pelo índice HHI recebe críticas na literatura, como a de que não é possível considerar todas as firmas de um setor, haja vista que algumas empresas não possuem dados disponíveis. Nesse caso, recomenda-se a utilização de outras métricas para futuras pesquisas. Outra limitação evidenciada relaciona-se a não generalização dos resultados, visto que se trata de uma amostra não-probabilística. Sendo assim, os resultados ficam limitados à própria amostra da pesquisa.

### Referências

- Aboody, D., Hughes, J., & Liu, J. (2005). Earnings quality, insider trading, and cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 43(5), 651-673.
- Allen, F., & Gale, D. (2004). Competition and financial stability. *Journal of money, credit and banking*, 453-480.
- Almeida, J. E. F. D. (2010). *Qualidade da informação contábil em ambientes competitivos* (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).
- Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics*, 68(2), 263-285.
- 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. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 18(2).

- Barros, C. M. E., Kos, S. R., Consoni, S., & Colauto, R. D. (2017). A influência do disclosure voluntário no custo da dívida de financiamentos em empresas listadas na BMFBovespa. *Revista Ambiente Contábil*, 9(2), 334-354.
- Besanko, D., Dranove, D., Shanley, M., & Schaefer, S. (2006). *A Economia da Estratégia*. 3. ed. Porto Alegre: Bookman.
- Bonetti, A. P. M. (2018) *Conselheiros independentes reduzem o custo de financiamento da dívida? Uma análise em companhias abertas listada na B3*. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis e Administração) Universidade Comunitária da Região de Chapecó.
- Borisova, G., Fotak, V., Holland, K., & Megginson, W. L. (2015). Government ownership and the cost of debt: Evidence from government investments in publicly traded firms. *Journal of Financial Economics*, 118(1), 168-191.
- Boubaker, S., Saffar, W., & Sassi, S. (2018). Product market competition and debt choice. *Journal of Corporate Finance*, 49, 204-224.
- Boubakri, N., Guedhami, O., Mishra, D., & Saffar, W. (2012). Political connections and the cost of equity capital. *Journal of corporate finance*, 18(3), 541-559.
- Bradley, M., & Chen, D. (2015). Does board independence reduce the cost of debt?. *Financial Management*, 44(1), 15-47.
- Caroprezo, B. (2011). *O impacto das melhores práticas de governança corporativa no custo da dívida das empresas brasileiras*. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) Fundação Getúlio Vargas - FGV.
- Chen, C. J., Li, Z., Su, X., & Sun, Z. (2011). Rent-seeking incentives, corporate political connections, and the control structure of private firms: Chinese evidence. *Journal of Corporate Finance*, 17(2), 229-243.
- Chen, D. (2012). Classified boards, the cost of debt, and firm performance. *Journal of Banking & Finance*, 36(12), 3346-3365.
- Crabtree, A., Maher, J. J., & Wan, H. (2014). New debt issues and earnings management. *Advances in accounting*, 30(1), 116-127.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *Accounting review*, 193-225.
- Dhaliwal, D. S., Huang, S. X., Khurana, I. K., & Pereira, R. (2008). Product market competition and accounting conservatism. *Available at SSRN 1266754*.
- Du, X., Jian, W., & Lai, S. (2017). Do foreign directors mitigate earnings management? Evidence from China. *The International Journal of Accounting*, 52(2), 142-177.
- Faccio, M. (2006). Politically connected firms. *American economic review*, 96(1), 369-386.
- Feldman, S. J., Soyka, P. A., & Ameer, P. (1997). *Does improving a firm's environmental management system and environmental performance result in a higher stock price?* *Journal of Investing*, 6, 87-97.
- Fonseca, C. V. C., & Silveira, R. L. F. D. (2016). Governança corporativa e custo de capital de terceiros: evidências entre empresas brasileiras de capital aberto. *REAd. Revista Eletrônica de Administração*, 22(1), 106-133.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2002). The market pricing of earnings quality. *Available at SSRN 414140*.
- Francis, J. R., Khurana, I. K., & Pereira, R. (2005). Disclosure incentives and effects on cost of capital around the world. *The accounting review*, 80(4), 1125-1162.
- Ge, W., & Liu, M. (2015). Corporate social responsibility and the cost of corporate bonds. *Journal of Accounting and Public Policy*, 34(6), 597-624.

- Ghoul, S., Guedhami, O., Kwok, C. C., & Mishra, D. R. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital?. *Journal of Banking & Finance*, 35(9), 2388-2406.
- Ghouma, H. (2017). How does managerial opportunism affect the cost of debt financing?. *Research in International Business and Finance*, 39, 13-29.
- Ghouma, H., Ben-Nasr, H., & Yan, R. (2018). Corporate governance and cost of debt financing: Empirical evidence from Canada. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 67, 138-148.
- Goss, A., & Roberts, G. S. (2011). The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans. *Journal of Banking & Finance*, 35(7), 1794-1810.
- Hart, O. D. (1983). The market mechanism as an incentive scheme. *The Bell Journal of Economics*, 366-382.
- Hashim, H. A., & Amrah, M. (2016). Corporate governance mechanisms and cost of debt. *Managerial Auditing Journal*, 31(3), 314-336.
- Hill, R. P., Ainscough, T., Shank, T., & Manullang, D. (2007). Corporate social responsibility and socially responsible investing: A global perspective. *Journal of business ethics*, 70(2), 165-174.
- Hong, H., & Kacperczyk, M. (2009). The price of sin: The effects of social norms on markets. *Journal of Financial Economics*, 93(1), 15-36.
- Khan, M. K., Kaleem, A., Nazir, M., & Saeed, R. (2013). Relationship of family ownership and agency cost of debt in Pakistani firms. *Science International*, 25(2), 401-409.
- Lameira, V. D. J., Ness Jr, W. L., Quelhas, O. L. G., & Pereira, R. G. (2013). Sustentabilidade, valor, desempenho e risco no mercado de capitais brasileiro. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 15(46), 76-90.
- Lanzarin, J. (2017). *Influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no custo de financiamento da dívida de companhias abertas*. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis e Administração) Universidade Comunitária da Região de Chapecó, Chapecó.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The journal of finance*, 54(2), 471-517.
- Liedong, T. A., & Rajwani, T. (2018). The impact of managerial political ties on corporate governance and debt financing: Evidence from Ghana. *Long Range Planning*, 51(5), 666-679.
- Lijesen, M. G. (2004). Adjusting the Herfindahl index for close substitutes: an application to pricing in civil aviation. *Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review*, 40(2), 123-134.
- Lin, C., & Wei, L. (2014). Product Market Competition and Firms' Voluntary Disclosure Behavior: Evidence from a Quasi-natural Experiment.
- Ma, L., Ma, S., & Tian, G. (2017). Corporate opacity and cost of debt for family firms. *European accounting review*, 26(1), 27-59.
- Martinez, A. L. (2001). *Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras*. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis), Universidade de São Paulo.
- Mazzioni, S., Prigol, V., de Moura, G. D., & Klann, R. C. (2015). Influência da governança corporativa e da estrutura de capital no gerenciamento de resultados. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 12(27), 61-86.
- Moura, G. D., Macêdo, F. F. R. R., Mazzioni, S., & Kruger, S. D. (2016). Análise da relação entre gerenciamento de resultados e custo de capital em empresas brasileiras listadas na Bm&fbovespa. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, 15(44), 9-23.

- Nardi, P. A. C. C. (2008). *Gerenciamento de resultados contábeis e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras de capital aberto*. (Tese de Doutorado). Universidade de São Paulo, São Paulo, SP.
- Nardi, P. C. C., da Silva, R. L. M., Nakao, S. H., & do Valle, M. R. (2009). A relação entre gerenciamento de resultados contábeis e o custo de capital das companhias abertas brasileiras. *Revista Universo Contábil*, 5(4), 06-26.
- Peixoto, F. M., Pains, M. B., de Araújo, A. A., & Guimarães, T. M. (2016). Custo de capital, endividamento e sustentabilidade empresarial: um estudo no mercado de capitais brasileiro no período de 2009 a 2013. *Race: revista de administração, contabilidade e economia*, 15(1), 39-66.
- Pletsch, A. L. B. (2018). *Influência das conexões políticas no custo de financiamento da dívida de companhias abertas listadas na B3*. 79 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis e Administração), Universidade Comunitária da Região de Chapecó, Chapecó.
- Santos, A. K. A. (2017) *Custo e ganho da dívida e as conexões políticas: um estudo em empresas listadas na BM&FBOVESPA*. 73 f. Dissertação de Mestrado. Universidade Federal da Paraíba.
- Sengupta, P. (1998). Corporate disclosure quality and the cost of debt. *Accounting review*, 73(4), 459-474.
- Shailer, G., & Wang, K. (2015). Government ownership and the cost of debt for Chinese listed corporations. *Emerging Markets Review*, 22, 1-17.
- Sharfman, M. P., & Fernando, C. S. (2008). Environmental risk management and the cost of capital. *Strategic management journal*, 29(6), 569-592.
- Silva, J. C. (2016). *A influência das conexões políticas no custo de capital e no desempenho das empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA*. 111 f. Dissertação de Mestrado. Universidade do Sul de Santa Catarina.
- Tanaka, T. (2014). Corporate governance and the cost of public debt financing: Evidence from Japan. *Journal of the Japanese and International Economies*, 34, 315-335.
- Teixeira, E. A., Nossa, V., & Funchal, B. (2011). O índice de sustentabilidade empresarial (ISE) e os impactos no endividamento e na percepção de risco. *Revista Contabilidade & Finanças*, 22(55), 29-44.
- Valle, M. R. (2007). *A estrutura de capital das empresas brasileiras num ambiente de altas taxas de juros e na presença de fontes diferenciadas de financiamento*. Tese (Livre - docência – Departamento de Contabilidade), Universidade de São Paulo.
- Valta, P. (2012). Competition and the cost of debt. *Journal of Financial Economics*, 105(3), 661-682.
- Verrecchia, R. E., & Weber, J. (2006). Redacted disclosure. *Journal of Accounting Research*, 44(4), 791-814.
- Waisman, M. (2013). Product market competition and the cost of bank loans: Evidence from state antitakeover laws. *Journal of Banking & Finance*, 37(12), 4721-4737.