

**Influência dos Mecanismos Internos e Externos de Governança Corporativa no
Financial Distress das Companhias Abertas Brasileiras**

VANESSA NOGUEZ MACHADO

Universidade Federal do Rio Grande do Sul

CARLOS EDUARDO SCHONERWALD DA SILVA

Universidade Federal do Rio Grande do Sul

MÁRCIA BIANCHI

Universidade Federal do Rio Grande do Sul

LAUREN DAL BEM VENTURINI

Universidade Federal do Rio Grande do Sul

Resumo

O objetivo do estudo é analisar a influência dos mecanismos internos e externos de governança corporativa no *financial distress* nas companhias listadas na B3 S/A - Brasil, Bolsa, Balcão (B3) nos anos de 2010 a 2018. Para tanto, por meio de uma pesquisa quantitativa, descritiva e documental, analisou-se as informações disponíveis nos bancos de dados da Economatica[®] e da Bloomberg[®], assim como nos Formulários de Referência das companhias não financeiras listadas na B3, com fluxos de caixa não zerados. Com relação ao *financial distress*, examinou-se: o Z-score clássico de Altman (1968); o Z-score de Martins e Ventura (2020); o indicador de *default* da Bloomberg de curto prazo (1 ano); e o indicador de *default* longo prazo (5 anos). Como mecanismos internos, verificou-se: tamanho do conselho de administração; não dualidade do cargo de CEO e Presidente do Conselho; percentual de ações ordinárias; concentração dessas ações em posse do controlador; e plano participação dos executivos lucros da companhia. Já como mecanismos externos, utilizou-se: percentual de *Free Float*; qualidade da auditoria; e classificação da empresa no Novo Mercado. Por meio de regressão de dados em painel com a estimação de Hausman-Taylor, além da regressão quantílica, evidenciou-se que, de modo geral, os mecanismos internos influenciam negativa e significativamente as *proxies* de *financial distress* da pesquisa. Quanto aos mecanismos externos de governança corporativa, estes também se mostraram importantes para mitigar um possível *financial distress* das companhias analisadas, reafirmando a importância da maior credibilidade da empresa perante ao mercado para a sua continuidade. Dessa forma, a pesquisa auxilia os usuários da informação na análise crítica dos mecanismos internos e externos de governança corporativa sob o enfoque da continuidade da companhia e sua saúde financeira, oportunizando um processo decisório melhor fundamentado, bem como um planejamento mais preciso frente a um possível *financial distress* empresarial.

Palavras-chave: Governança Corporativa, *Financial Distress*, Mecanismos Internos, Mecanismos Externos.

1 INTRODUÇÃO

A busca contínua por melhores práticas de governança corporativa nas companhias é frequentemente objeto de estudo, visto que tem por finalidade a otimização do desempenho das organizações, de modo a proteger as partes interessadas com seus princípios básicos: transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa [IBGC], 2015). A compreensão dessas práticas se mostra relevante quando aplicado a países que demonstram reflexos da crise financeira em sua economia, visto que a utilização de mecanismos de governança corporativa é considerada como fator importante para o desenvolvimento do mercado financeiro (Mitton, 2002).

A temática foi ganhando espaço no Brasil em virtude da globalização, das desregulamentações da economia e das privatizações, exigindo com que as companhias modernizassem sua alta gestão e adotassem as melhores práticas de governança corporativa, tornando-as mais atraentes perante o mercado (Silva, 2006). Segundo Silveira, Leal, Carvalhal e Barros (2013), as firmas brasileiras tendem a ter estrutura de propriedade concentrada no acionista majoritário controlador, sem divisão clara entre propriedade e controle, gerando conflitos de interesses entre minoritários e majoritários. Dessa forma, visando garantir financiamento aportado por parte de acionistas minoritários e credores, é essencial que a companhia se comprometa a minimizar o comportamento oportunístico dos seus controladores (acionistas majoritários e executivos), por meio de contratos legais (Mendonça, Martins & Terra, 2019).

Como forma de minimizar os conflitos de agência, utiliza-se de mecanismos internos e externos de governança corporativa, objetivando uma tomada de decisão mais eficaz (Walsh & Seward, 1990). A utilização de tais mecanismos para otimização da tomada de decisão pode apresentar influência na continuidade da empresa, sua saúde financeira e, por consequência, em um potencial *financial distress* ao qual a empresa pode vir a ser submetida (Coelho, 2016; Elloumi & Gueyié, 2001; Manzanque *et al.*, 2016; Shahwan, 2015; Simpson & Gleason, 1999; Udin *et al.*, 2017). Os escândalos organizacionais, tanto da década de 80 nos Estados Unidos, quanto das empresas Enron, WorldCom e Tyco (Frentrop, 2002), juntamente com o agravante da crise financeira de 2008, fomentaram a realização de pesquisas que investiguem como os mecanismos de governança corporativa podem influenciar a sobrevivência das empresas (Coelho, 2016). A maioria das empresas tende a passar por períodos de *financial distress* (Parkinson, 2018), sendo relevante que estas apresentem estratégias do negócio adequadas para cada etapa de sua vida. Em momentos de *financial distress*, os conflitos entre gestores e acionistas de um negócio se mostram ainda mais graves, pois os gerentes podem se sentir ameaçados por uma possível perda de seu emprego e, por isso, tenham suas decisões influenciadas pelo seu próprio interesse em continuar na empresa, ao invés de uma tomada de decisão que possibilite que a companhia supere seus problemas financeiros a longo prazo (Shahwan, 2015).

Diante disso, o presente estudo é motivado pelo seguinte problema de pesquisa: “Qual a influência dos mecanismos internos e externos de governança corporativa no *financial distress* das companhias listadas na B3 S/A - Brasil, Bolsa, Balcão (B3)?”. Para tanto, objetivou-se analisar a influência dos mecanismos internos e externos de governança corporativa no *financial distress* nas companhias listadas na B3 S/A - Brasil, Bolsa, Balcão (B3) nos anos de 2010 a 2018. Nesse contexto, a pesquisa está pautada a luz da Teoria da Agência, tendo em vista que analisa como a assimetria da informação entre as partes relacionadas do negócio pode ser mitigada na relação contratual, de forma a minimizar probabilidade de *financial distress* da organização ao longo das etapas de sua vida, por meio de mecanismos que viabilizam um maior monitoramento e controle do agente na tomada de decisão.

Para Udin *et al.* (2017), a relação entre governança corporativa e o *financial distress* empresarial é uma questão de interesse para todos os usuários da informação, tendo em vista a possibilidade de mitigar os efeitos do estresse financeiro por meio de melhores práticas de governança corporativa. Dessa forma, faz-se necessário o estudo do impacto da governança corporativa no *financial distress* das companhias, tendo em vista os possíveis conflitos de interesses que podem haver na gestão da companhia e a influência que os diretores podem exercer sobre os seus resultados (Elloumi & Gueyié, 2001). Santos (2002) salienta a importância da utilização de um modelo de previsão de *financial distress*, servindo como uma ferramenta de apoio à gestão na tomada de decisão, assim como a todas as partes interessadas, permitindo que sejam tomadas as devidas providências em casos de dificuldades financeiras.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

As companhias podem ser entendidas como um conjunto de contratos entre partes relacionadas, tratadas como principal e agente, sendo, respectivamente, a parte do negócio que delega funções e a outra parte a qual realiza essas funções (Jensen & Meckling, 1976). Essa relação contratual é tratada pela Teoria da Agência a fim de resolver possíveis problemas atrelados ao contrato, como: objetivos conflituosos entre o principal e o agente, bem como a dificuldade do principal em verificar se o agente está de fato fazendo o que lhe foi solicitado; e o problema ocasionado uma vez que o principal e o agente não compartilham das mesmas atitudes quando relacionado ao risco (Eisenhardt, 1989; Jensen & Meckling, 1976).

No Brasil, segundo Silveira *et al.* (2013), as firmas tendem a ter estrutura de propriedade concentrada no acionista majoritário controlador, sem divisão clara entre propriedade e controle, gerando conflitos de interesses entre minoritários e majoritários. Dessa forma, visando garantir financiamento aportado por parte de acionistas minoritários e credores, é essencial que a companhia se comprometa a minimizar o comportamento oportunístico dos seus controladores (acionistas majoritários e executivos), por meio de contratos legais (Mendonça *et al.*, 2019).

Como forma de minimizar os conflitos de agência advindos da concentração de propriedade, deve haver um equilíbrio de alinhamento e entrincheiramento dos interesses entre os gestores e os acionistas (Armitage, Hou, Sarkar & Talaulicar, 2017). Para tanto, a adoção de mecanismos, internos e externos, de governança corporativa se faz necessária, visando a garantia de maior rentabilidade das partes interessadas, de modo a compreender quais fatores levam a uma tomada de decisão mais eficaz (Walsh & Seward, 1990). Os mecanismos são considerados internos quando são gerados por meio de práticas que partem de dentro da companhia, como pacotes de incentivos e monitoramento, objetivando disciplinar os gestores através de mecanismos como estrutura de propriedade, independência do conselho de administração e remuneração executiva (Aguilera, Desender, Bednar, & Lee, 2015; Daily, Dalton & Cannella, 2003; Dalton, Hitt, Certo & Dalton, 2007; Silveira, 2006; Silveira, Barros & Famá, 2003; Victor, 2013).

De forma a complementar e/ou como alternativa à eficácia dos mecanismos internos de governança corporativa, tem-se os mecanismos externos, os quais podem ser utilizados no combate ao oportunismo gerencial quando o monitoramento demonstra falhas (Aguilera *et al.*, 2015; Cremers & Nair, 2005). Segundo Mendonça *et al.* (2019), os mecanismos externos são as práticas que não estão inerentes a companhias, mas sim a fatores externos relativos à proteção dos investidores, como leis, políticas, condutas, códigos e, até mesmo, a jurisprudência do país em que a empresa se encontra. Para Aguilera *et al.* (2015), os principais mecanismos externos que devem ser considerados pelas firmas são o sistema legal e o mercado em que a companhia se encontra, sua auditoria externa, agências de rating e o comportamento dos investidores, credores e mídia.

Diversos estudos abordam os mecanismos como uma forma de otimização da tomada de decisão pode apresentar influência na continuidade da empresa, sua saúde financeira e, por consequência, em um potencial *financial distress* ao qual a empresa pode vir a ser submetida (Coelho, 2016; Elloumi & Gueyié, 2001; Manzanque *et al.*, 2016; Shahwan, 2015; Simpson & Gleason, 1999; Udin *et al.*, 2017). Em virtude das constantes inovações tecnológicas, aumento da concorrência e desafios crescentes em ambientes externos, grande parte das empresas vem passando por períodos de *financial distress*, tendo em vista a ameaça atrelada a sua viabilidade financeira e econômica (Parkinson, 2018). Tais companhias, quando em períodos de *financial distress*, precisam de maior capital de terceiros para que possam continuar suas operações e honrar com os credores e partes relacionadas do negócios (Miller & Friesen, 1984). Por isso, decisões de visem atrair mais capital para a organização são necessárias, incluindo mecanismos de governança corporativa.

Estudos como os de Simpson e Gleason (1999) e Elloumi e Gueyié (2001) são alguns dos pioneiros na temática. Simpson e Gleason (1999), baseando-se nas *proxies* propriedade e estrutura do conselho de administração, assim como no controle interno de 300 companhias do setor bancário dos Estados Unidos, evidenciaram que a probabilidade de *financial distress* é negativamente relacionada a estrutura do conselho de administração, quando o diretor executivo e presidente do conselho são a mesma pessoa. Já Elloumi e Gueyié (2001) concluíram que a composição do conselho de administração explica o sofrimento financeiro das companhias da amostra, além de demonstrar dependência exclusiva de indicadores financeiros, uma vez que quanto maior o conselho, menor a probabilidade de *financial distress*. Outro aspecto relacionado aos seus resultados foi a relação da estrutura de propriedade e da diretoria no *financial distress*, indicando que tais variáveis também estariam inversamente relacionadas com a probabilidade de sofrimento financeiro das companhias analisadas.

Em Shahwan (2015), a temática é abordada com base na qualidade das práticas de governança corporativa e seu impacto no desempenho e *financial distress* das empresas, baseando-se em um mercado emergente. O estudo avaliou o nível de práticas de governança corporativa, os seus efeitos sobre o desempenho e o sofrimento financeiro de 86 empresas não financeiras listadas na Bolsa de Valores Egípcia, demonstrando que, com os resultados auferidos na pesquisa, haveria uma relação negativa, mas não significativa, entre as práticas de governança e a probabilidade de dificuldades financeiras. Manzanque *et al.* (2016) também abordaram a relação entre os mecanismos de governança corporativa e a probabilidade de *financial distress*, porém aplicaram ao cenário espanhol, contemplando os anos entre 2007 e 2012. Os autores evidenciaram que os mecanismos de governança corporativa, como o número de conselheiros independentes no conselho de administração e tamanho do conselho de administração são variáveis inversamente proporcionais à probabilidade de *financial distress*. Entretanto, variáveis como a concentração da propriedade, os grandes acionistas institucionais ou não institucionais e a dualidade do CEO não demonstram relação significativa na probabilidade de *financial distress*. Para Manzanque *et al.* (2016), esse resultado demonstra que os grandes acionistas são passivos em relação ao monitoramento da gestão, além de não terem incentivos suficientes para conter o estresse financeiro.

Em linha com os demais estudos, está a pesquisa de Udin *et al.* (2017), que discorre sobre o cenário paquistanês, com uma amostra de 146 empresas de capital aberto listadas na Bolsa de Valores de Karachi no período de 2003 a 2012. Utilizando o estimador dinâmico de Método Generalizado dos Momentos (GMM), os autores consideram o impacto da governança corporativa no risco de *financial distress* insignificante, diferentemente do resultado encontrado nos demais estudos anteriores. No entanto, com base nos seus resultados da regressão logística de

painel (PLR), foi evidenciado que as práticas de governança corporativa têm um impacto significativo na probabilidade de sofrimento financeiro.

No Brasil, Coelho (2016) analisou a influência da governança corporativa no *financial distress* em 106 companhias brasileiras de capital aberto nos anos de 2010 a 2014. Para medir o *financial distress*, Coelho (2016) baseou-se nos modelos Altman (1968) e Merton (1974). Já como mecanismos de governança corporativa o autor utilizou-se de um índice de qualidade de governança corporativa (IQGC), abrangendo 23 variáveis, evidenciando que as companhias em *financial distress* apresentavam menores níveis de governança corporativa em relação às companhias saudáveis, elucidando que maior a qualidade da governança corporativa, menor é a possibilidade de *financial distress*. Também no cenário brasileiro, Martins e Ventura (2020) analisaram a importância dos mecanismos de governança corporativa para as companhias que apresentam risco de falência por meio de uma *proxy* de *financial distress* baseada em Altman (1979). Em sua pesquisa, os autores analisaram a influência da estrutura de governança corporativa nos Relatórios Financeiros Fraudulentos (PRFF) das empresas no Brasil utilizando-se de previsão de *financial distress*, tratado na pesquisa como previsibilidade de falência. De acordo com os autores, a estrutura de propriedade proporciona com que exista a influência direta ou indireta no sofrimento financeiro da entidade. Além disso, a composição do conselho de administração também chamou atenção, como sendo a variável mais eficiente contra o *financial distress*.

Nesse contexto, partindo-se do pressuposto de que os mecanismos de governança são ferramentas eficientes na previsão de *financial distress*, bem como que a sensibilidade entre os mecanismos internos e externos pode ser distinta, tendo em vista que os mesmos apresentam resultados distintos ao negócio, mesmo que utilizados como ferramentas complementares (Aguilera *et al.*, 2015), elencou-se as hipóteses da pesquisa:

HG: Os mecanismos internos e externos de governança corporativa são significativamente distintos entre si quando relacionados ao *financial distress* das empresas abertas brasileiras.

H1: Os mecanismos internos de governança corporativa são significativamente relacionados ao *financial distress* das empresas abertas brasileiras.

H2: Os mecanismos externos de governança corporativa são significativamente relacionados ao *financial distress* das empresas abertas brasileiras.

Vale salientar que não foram encontrados estudos que tratassem separadamente da influência dos mecanismos internos e externos de governança corporativa no *financial distress* empresarial, demonstrando a lacuna empírica a ser preenchida, no que tange à temática de pesquisa.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O presente estudo classifica-se como quantitativo, no que tange a abordagem do problema, tendo em vista a quantificação das variáveis da pesquisa, bem como a análise por meio de regressão múltipla com dados em painel e a regressão quantílica. Ainda, classifica-se como descritivo e documental, no que tange aos objetivos e procedimentos técnicos de pesquisa, uma vez que se efetuou a descrição dos resultados advindos da análise das demonstrações financeiras das companhias da amostra, disponíveis no banco de dados da Bloomberg® e da Economatica®, assim como pela busca de informações nos Formulários de Referência e no portal da B3 S/A - Brasil, Bolsa, Balcão (B3). Registra-se que os dados foram coletados no período de setembro a dezembro de 2019.

Buscando analisar a influência dos mecanismos internos e externos de governança corporativa (GC) no *financial distress* de 138 companhias não financeiras da B3, utilizou-se da

regressão múltipla em painel (à média), por meio de Mínimos Quadrados Generalizados (GLS), nos anos de 2010 a 2018. Salienta-se que o período do estudo se restringiu a esse período em virtude da obrigatoriedade de divulgação do Formulário de Referência, no qual se encontram as informações relacionadas ao controle dos acionistas, ter passado a vigorar a partir da competência 2009, por meio da Instrução Normativa nº 480/2009 da Comissão de Valores Mobiliários (2009). Dessa forma, a Tabela 1 sumariza as variáveis dependentes e independentes da pesquisa.

Tabela 1
Variáveis da Pesquisa

	Dimensão	Variável	Sigla	Suporte Teórico	Sinal Esperado	
					FD_A68	Demais
DEPENDENTES						
Financial Distress	Z-Score	Z-Score de Altman (1968) Z-Score de Martins e Ventura (2020)	FD_A68 FD_ABR	Coelho (2016), Martins e Ventura (2020), Mendes (2014), Shahwan (2015) e Udin <i>et al.</i> (2017).		
	Default	Default no próximo ano Default nos próximos 5 anos	FD_B1Y FD_B5Y		Bloomberg (2019) e Coelho (2016).	
INDEPENDENTES						
Mecanismos Internos de GC	Conselho de Administração	Tamanho	AD_TAM	Coelho (2016), Manzanque <i>et al.</i> (2016), Martins e Ventura (2020), Shahwan (2015), Simpson e Gleason (1999), Udin <i>et al.</i> (2017) e Silva (2015).	+/-	+/-
		Diretor Executivo (CEO)	AD_CEO		+	-
	Estrutura de Propriedade e Controle	Participação ON	EP_PON	Coelho (2016), Manzanque <i>et al.</i> (2016), Shahwan (2015), Silva (2015), Silva e Leal (2005), Simpson e Gleason (1999) e Udin <i>et al.</i> (2017). La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny (2000) e Silveira e Barros (2008)	+/-	+/-
		Concentração de Controle	EP_CON		-	+
	Remuneração Executiva	Participação	RE_PAR	Coelho (2016), Silva (2015) e Silva e Leal (2005).	+	-
Mecanismos Externos de GC	Investidores	Free Float	PR_FFL	Coelho (2016) e Silva (2015) e Silva e Leal (2005).	+	-
	Qualidade da Auditoria	Big N	QA_BIG	Chen, Sadique, Srinidhi & Veeraraghavan (2017), Coelho (2016), Silva (2015), Silva e Leal (2005) e Segal (2017).	+	-
	Assimetria da Informação	Novo Mercado	AI_NME	Coelho (2016), Martins e Ventura (2020) e Silva (2015).	+	-
Controle	Tamanho da Companhia		TAM	Coelho (2016), Manzanque, Priego e Merino (2016) e Udin <i>et al.</i> (2017).	+/-	+/-
	Retorno das Ações		RET	Coelho (2016)	+	-
	Retorno sobre os Ativos		ROA	Udin, Khan e Javid (2017).	+	-
	Crescimento de Vendas		CRV	Coelho (2016) e Udin <i>et al.</i> (2017).	+/-	+/-

Fonte: elaborada a partir de diversos autores (2019).

Com relação à regressão dos dados, avaliou-se, inicialmente, de que forma cada um dos mecanismos internos e externos de governança afeta o *financial distress*, utilizando-se de quatro modelos, um para cada variável dependente (Equação 1).

$$FD_{it} = \beta_0 + \beta_1 W_AD_TAM_{it} + \beta_2 AD_CEO_{it} + \beta_3 W_EP_PON_{it} + \beta_4 W_EP_CON_{it} + \beta_5 RE_PAR_{it} + \beta_6 W_PR_FFL_{it} + \beta_7 QA_BIG_{it} + \beta_8 AI_NME_{it} + \beta_9 W_TAM_{it} + \beta_{10} W_ROA_{it} + \beta_{11} W_RET_{it} + \beta_{12} W_OPO_{it} + \beta_{13} Setor_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Em que: FD_{it} representa a variável de *financial distress*, sendo “ W_FD_A68 ”, “ W_FD_ABR ”, “ W_FD_BIY ” e “ W_FD_B5Y ”, para os modelos 1, 2, 3 e 4, respectivamente, para a empresa i no período t ; $W_AD_TAM_{it}$ é o número de membros no Conselho de Administração da empresa i no período t , com tratamento para *outliers* (Winsorização a 1%); AD_CEO_{it} indica se presidente do Conselho de Administração e o CEO são pessoas distintas para a empresa i no período t , assumindo o valor 1 quando não são a mesma pessoa, e 0 para os demais casos; $W_EP_PON_{it}$ corresponde ao percentual das ações com direito a voto (ON) da empresa i no período t , com tratamento para *outliers* (Winsorização a 1%); $W_EP_CON_{it}$ trata do percentual de ações ordinárias do maior acionista ordinário da empresa i no período t , com tratamento para *outliers* (Winsorização a 1%); RE_PAR_{it} indica se a empresa i mantém um programa de participação dos administradores nos lucros no período t , atribuindo 1 para sim e 0 para não; AI_NME_{it} indica se a empresa i está listada no Novo Mercado da B3 no período t , atribuindo 1 se estiver e 0 caso contrário; QA_BIG_{it} indica se a empresa i faz uso da auditoria dos líderes globais em auditoria no período t , atribuindo 1 se for alguma Big N (Deloitte & Touche, Ernst & Young, KPMG, P&W) e 0 para demais casos; $W_PR_FFL_{it}$ diz respeito ao percentual de ações em circulação (*free-flow*) da empresa i no período t , com tratamento para *outliers* (Winsorização a 1%); TAM_{it} é o tamanho da empresa i no período t , mensurado pelo logaritmo natural do ativo total; W_ROA_{it} trata do retorno sobre os ativos da empresa i no período t , com tratamento para *outliers* (Winsorização a 1%); W_RET_{it} corresponde ao retorno das ações da empresa i no período t , com tratamento para *outliers* (Winsorização a 1%); W_OPO_{it} relaciona-se à oportunidade de crescimento da empresa i no período t , com tratamento para *outliers* (Winsorização a 1%); Setor indica cada um dos setores da B3; ε_{it} é o erro da regressão.

Nesse contexto, de modo a selecionar a estimação mais adequada ao modelo da pesquisa, utilizou-se dos testes de Breusch-Pagan, Chow e Hausman (Baltagi, 2005). Como a mais apropriada para os modelos 1 (W_FD_A68), 2 (W_FD_ABR) e 4 (W_FD_B5Y), observou-se a estimação de Hausman-Taylor (HT) (Tabela 6). Tal constatação vai ao encontro da literatura que evidencia os potenciais efeitos de endogeneidade ao se analisar os mecanismos de governança corporativa, e utilizando-se da estimação por efeitos fixos ou aleatórios (Coelho, 2016; Silveira, 2014). Para o modelo 3 (W_FD_B5Y), embora a estimação mais adequada apontada pelos testes tenha sido por efeitos fixos, optou-se pela utilização da estimação por HT, por se mostrar mais adequada para a pesquisa e permitir avaliar as variáveis endógenas, bem como as que são constantes ao longo do tempo (fator que é omitido na estimação por efeitos fixos). Dessa forma, as variáveis endógenas mais comuns na análise de governança corporativa dizem respeito ao tamanho da companhia, variáveis de desempenho e oportunidade de crescimento (Klapper & Love, 2002), denotadas, respectivamente, nesta pesquisa pelas seguintes siglas: “ W_TAM ”, “ W_ROA ”, “ W_RET ” e “ W_OPO ”. Ressalta-se que ainda não se tem na literatura um consenso de qual seria o melhor método para corrigir os efeitos de autocorrelação e heteroscedasticidade para a estimação de HT, por isso, não foi efetuado correções nesses casos.

Relativamente ao comportamento dos mecanismos de governança corporativa em relação a cada *quantil* das variáveis de *financial distress*, efetuou-se a regressão quantílica, tendo em vista que a distribuição das variáveis independentes para cada *quantil* das variáveis dependentes se mostra distinta. Ainda, sua análise possibilita com que seja verificado se as empresas com alta propensão ao *financial distress* apresentam significância distinta aos mecanismos internos e externos de governança do que companhias com baixa propensão ao *financial distress*.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Estatística Descritiva

A fim de analisar a estatística descritiva das *proxies* de *financial distress* ao longo do tempo, efetuou-se a Tabela 2, de modo a acompanhar a evolução de tais variáveis e seu comportamento no cenário brasileiro.

Tabela 21

Estatística Descritiva Anual das *Proxies* de *Financial Distress*

Variável		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
W_FD_A68	Média	0,716	0,701	0,698	0,694	0,698	0,678	0,662	0,672	0,673
	Desvio Padrão	0,326	0,324	0,322	0,323	0,315	0,302	0,309	0,312	0,313
	Mínimo	0,258	0,258	0,258	0,258	0,258	0,258	0,258	0,258	0,258
	Máximo	1,232	1,232	1,232	1,232	1,232	1,232	1,232	1,232	1,232
W_FD_ABR	Média	0,194	0,202	0,206	0,206	0,212	0,222	0,223	0,220	0,215
	Desvio Padrão	0,052	0,055	0,055	0,058	0,059	0,060	0,056	0,058	0,057
	Mínimo	0,137	0,137	0,137	0,137	0,137	0,137	0,137	0,137	0,137
	Máximo	0,324	0,324	0,324	0,324	0,324	0,324	0,324	0,324	0,324
W_FD_B1Y	Média	0,017	0,022	0,023	0,024	0,030	0,222	0,033	0,027	0,029
	Desvio Padrão	0,023	0,028	0,030	0,031	0,035	0,060	0,036	0,033	0,035
	Mínimo	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,137	0,000	0,000	0,000
	Máximo	0,098	0,098	0,098	0,098	0,098	0,324	0,098	0,098	0,098
W_FD_B5Y	Média	0,007	0,012	0,013	0,013	0,018	0,026	0,021	0,017	0,018
	Desvio Padrão	0,010	0,015	0,016	0,016	0,019	0,020	0,019	0,018	0,018
	Mínimo	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	Máximo	0,054	0,054	0,054	0,054	0,054	0,054	0,054	0,054	0,054

Com base na Tabela 2, verifica-se que variável dependente *financial distress*, ao ser mensurada pela “W_FD_A68”, apresentou valor médio decrescente ao longo do tempo, indicando que as companhias estão ou podem vir a apresentar *financial distress*, indo ao encontro dos achados de Coelho (2016). Isso pode acontecer em virtude da busca por constantes inovações por parte das firmas objetivando sua continuidade em meio a um ambiente externo com desafios constantes e concorrência acirrada (Parkinson, 2018). Quando analisado “W_FD_ABR”, os valores, para todos os anos analisados, revelam-se menores que 0,80, preconizando que as companhias não apresentam possíveis problemas de continuidade das suas operações. No entanto, mesmo as empresas se revelando como financeiramente saudáveis no período analisado, observou-se um leve crescimento da possibilidade de *financial distress* até o ano de 2016, decrescendo nos anos de 2017 e 2018. A evidência do aumento da probabilidade de *financial distress* é reforçada pela probabilidade de *default* no período seguinte (W_FD_B1Y) e após 5 anos (W_FD_B5Y) denotando uma baixa probabilidade de *financial distress* por meio de risco inadimplência em todos os anos amostrados, o que corrobora os achados de Coelho (2016). Quando analisado o desvio padrão dessas métricas, nota-se que os resultados de “W_FD_B1Y” se mostram mais dispersos do que os de “W_FD_B5Y” para a amostra analisada, podendo inferir uma alta propensão das companhias da amostra não apresentarem problemas de inadimplência junto a seus credores a longo prazo.

Para a análise do comportamento dos dados relacionados aos mecanismos de governança corporativa ao longo do tempo, a Tabela 3 apresenta a evolução anual dos mecanismos internos e externos.

Tabela 3

Estatística Descritiva Anual dos Mecanismos Internos e Externos de GC

Variável		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
MECANISMOS INTERNOS	W_AD_TAM	Média	8,318	8,478	8,377	8,657	8,949	9,119	8,609	8,187	8,022
		Desvio Padrão	3,057	3,097	3,199	3,362	3,593	3,658	3,488	3,263	3,001
		Mínimo	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
		Máximo	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000
	AD_CEO	Média	0,651	0,667	0,674	0,715	0,721	0,769	0,774	0,836	0,832
		Desvio Padrão	0,478	0,473	0,470	0,453	0,450	0,423	0,420	0,372	0,375
		Mínimo	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
		Máximo	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
	W_EP_PON	Média	75,958	75,850	75,704	76,018	75,923	76,935	76,527	77,841	78,292
		Desvio Padrão	28,511	28,789	28,656	28,640	28,852	28,434	28,592	28,382	28,230
		Mínimo	33,649	33,649	33,649	33,649	33,649	33,649	33,649	33,649	33,649
		Máximo	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
	W_EP_CON	Média	48,570	49,071	47,714	47,085	47,919	47,928	48,765	47,791	47,618
		Desvio Padrão	24,808	25,300	24,725	24,904	25,267	25,159	25,484	25,891	25,499
		Mínimo	14,584	14,584	14,584	14,584	14,584	14,584	14,584	14,584	14,584
		Máximo	93,211	93,211	93,211	93,211	93,211	93,211	93,211	93,211	93,211
RE_PAR	Média	0,484	0,500	0,507	0,526	0,537	0,545	0,556	0,530	0,533	
	Desvio Padrão	0,502	0,502	0,502	0,501	0,500	0,500	0,499	0,501	0,501	
	Mínimo	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	
	Máximo	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	
MECANISMOS EXTERNOS	W_PR_FFL	Média	57,926	51,664	52,383	52,865	52,135	52,861	52,456	54,601	53,435
		Desvio Padrão	28,873	23,840	24,133	24,182	24,598	25,511	25,561	26,228	26,431
		Mínimo	19,799	19,799	19,799	19,799	19,799	19,799	19,799	19,799	19,799
		Máximo	99,200	99,200	99,200	99,200	99,200	99,200	99,200	99,200	99,200
	QA_BIG	Média	0,817	0,855	0,826	0,796	0,794	0,793	0,793	0,765	0,745
		Desvio Padrão	0,388	0,353	0,380	0,405	0,406	0,407	0,407	0,426	0,438
		Mínimo	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
		Máximo	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
	AI_NME	Média	0,493	0,493	0,493	0,493	0,493	0,493	0,493	0,493	0,493
		Desvio Padrão	0,502	0,502	0,502	0,502	0,502	0,502	0,502	0,502	0,502
		Mínimo	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
		Máximo	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000

Quanto aos mecanismos internos, em média, no período analisado, as companhias brasileiras possuem 8 membros no conselho de administração (*W_AD_TAM*), tendo este quantitativo variado de 4 a 15 integrantes, atendendo ou superaram o limite legal da lei n. 6.404 (1976), de no mínimo três membros, assim como observado em Martins e Ventura (2020). Por outro lado, 74% das empresas apresentaram “*AD_CEO*”, demonstrando uma evolução de adoção dessa dualidade ao longo do tempo, indo ao encontro dos pressupostos da Teoria da Agência (Jensen, 1993). No que se refere às ações com direito a voto (*W_EP_PON*), verificou-se uma alta propensão a expropriação dos acionistas minoritários com poder sobre os fluxos de caixa (Silveira & Barros, 2008), podendo gerar maior conflito de interesses entre minoritários e majoritários. Contudo, o percentual de ações com direito a voto em poder do maior acionista ordinário (*W_EP_CON*), em média, foi de 48%, o que implica em uma possível exclusão dos minoritários das decisões estratégicas da empresa e, por consequência, aumentando a probabilidade de expropriação dos acionistas minoritários (Silveira & Barros, 2008). Ainda, identificou-se que, em média, 52% das organizações mantém um programa de participação dos administradores em seus lucros (*RE_PAR*). Essa evidência corrobora o estudo de Coelho (2016) que verificou o mesmo percentual para as

empresas brasileiras. Entretanto, de forma geral, mostra melhora do mercado brasileiro na implementação dessa prática, visto que Silva (2015) analisou o período de 2010 a 2013 e identificou menos de 50% das companhias dispostas de um programa que remunerasse seus administradores com base no lucro.

No que diz respeito aos mecanismos externos, verifica-se que 80% das companhias foram auditadas por firmas líderes da área de auditoria, denominadas de *Big Four (QA_BIG)*, podendo ser oriundas das estratégias das companhias brasileiras, a fim de denotarem maior credibilidade às suas demonstrações financeiras (Archambault & Archambault, 2003; Coelho, 2016). Além disso, detectou-se que 49% das empresas da amostra pertencem ao nível de mercado denominado de Novo Mercado (*AI_NME*) e 53,33% possuem ações em circulação (*W_PR_FFL*).

No que diz respeito às variáveis de controle utilizadas na pesquisa, tem-se a Tabela 4.

Tabela 4

Estatística Descritiva Anual das Variáveis de Controle

Variável		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
W_TAM	Média	14,943	15,049	15,113	15,160	15,226	15,271	15,258	15,276	15,318
	Desvio Padrão	1,377	1,393	1,401	1,388	1,413	1,436	1,446	1,475	1,497
	Mínimo	12,999	12,999	12,999	12,999	12,999	12,999	12,999	12,999	12,999
	Máximo	17,402	17,402	17,402	17,402	17,402	17,402	17,402	17,402	17,402
W_ROA	Média	8,334	7,137	6,809	6,791	6,318	4,977	4,963	6,141	6,765
	Desvio Padrão	4,985	5,418	5,377	5,401	5,384	5,329	5,357	5,528	5,531
	Mínimo	-2,995	-2,995	-2,995	-2,995	-2,995	-2,995	-2,995	-2,995	-2,995
	Máximo	14,834	14,834	14,834	14,834	14,834	14,834	14,834	14,834	14,834
W_RET	Média	0,916	0,699	0,936	0,773	0,691	0,723	1,089	1,186	1,000
	Desvio Padrão	0,327	0,264	0,369	0,272	0,288	0,313	0,337	0,286	0,299
	Mínimo	0,415	0,415	0,415	0,415	0,415	0,415	0,415	0,569	0,415
	Máximo	1,51	1,51	1,51	1,51	1,51	1,51	1,51	1,51	1,51
W_OPO	Média	6,308	18,935	10,960	9,275	7,126	7,152	3,388	-2,261	5,465
	Desvio Padrão	17,358	13,424	13,325	13,130	13,914	14,751	15,288	12,835	13,970
	Mínimo	-18,26	-18,26	-18,26	-18,26	-18,26	-18,26	-18,26	-18,26	-18,26
	Máximo	33,583	33,583	33,583	33,583	33,583	33,583	33,583	33,583	33,583

Ao se examinar a Tabela 4, relativamente ao tamanho das companhias (*W_TAM*), após a winsorização, pode-se considerá-las com comportamento homogêneo, visto que o desvio padrão foi de 1,43 e os valores mínimo e máximo, respectivamente, foram de 13 e 17,40, corroborando Coelho (2016). Com isso, observa-se que o ativo total das companhias analisadas apresentaram pouca alteração ao longo do tempo, característico de companhias maiores (Klapper & Love, 2002). Com relação aos indicadores de desempenho financeiro, o retorno sobre o ativo (*W_ROA*) evidencia valor médio positivo de 6,47, demonstrando maior capacidade gerar resultados com base nos seus ativos. Já para a variável retorno das ações (*W_RET*) observou-se média positiva de 0,89, ou seja, o capital dos acionistas é remunerado de forma superior ao capital investido. Nessa direção, a oportunidade de crescimento (*W_OPO*) também possui média positiva de 7,37, de modo que o aumento das receitas possibilita uma maior oportunidade de crescimento empresarial, bem como uma melhora no desempenho do negócio (Coelho, 2016; Udin *et al.*, 2017).

4.2 Matriz de Correlação

Visando a analisar a correlação entre as variáveis da pesquisa, a Tabela 5 apresenta a Matriz de Correlação de *Spearman* e de *Pearson*, denotando os coeficientes entre as variáveis da pesquisa e sua significância estatística.

Tabela 5

Matriz de Correlação de Spearman e de Pearson

	Spearman (não-paramétrica)															
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
(1)W_FD_A68	1															
(2)W_FD_ABR	-0,389***	1														
(3)W_FD_B1Y	0,003	0,398***	1													
(4)W_FD_B5Y	-0,153***	0,494***	0,362***	1												
(5)W_AD_TAM	-0,171***	0,045	-0,317***	0,078***	1											
(6)AD_CEO	0,018	-0,023	0,059**	-0,073**	0,058**	1										
(7)W_EP_PON	-0,054*	-0,135***	-0,076***	0,010	0,095***	0,147***	1									
(8)W_EP_CON	-0,036	0,231***	0,058**	0,045	-0,024	-0,117***	-0,564***	1								
(9)RE_PAR	-0,111***	-0,075***	-0,201***	0,002	0,133***	0,075***	0,065**	-0,038	1							
(10)W_PR_FFL	-0,066**	0,044	0,085***	0,105***	0,026	-0,023	-0,001	-0,351***	0,039	1						
(11)QA_BIG	-0,068**	-0,144***	-0,317***	-0,061**	0,220***	0,159***	0,271***	-0,112***	0,173***	-0,030	1					
(12)AI_NME	-0,075**	-0,188***	-0,086***	-0,034	0,095***	0,128***	0,835***	-0,517***	0,14***	0,115***	0,283***	1				
(13)W_TAM	-0,296***	0,075**	-0,456***	0,281***	0,589***	0,019	0,131***	-0,025	0,232***	0,020	0,350***	0,138***	1			
(14)W_ROA	0,264***	-0,523***	-0,499***	-0,358***	0,104***	-0,014	0,075***	-0,063**	0,071**	-0,139***	0,150***	0,057*	0,099***	1		
(15)W_RET	0,101***	-0,129***	-0,186***	-0,135***	-0,026	0,029	0,070**	-0,041	0,007	-0,014	-0,017	0,058**	0,054*	0,170***	1	
(16)W_OPO	0,088***	-0,151***	-0,178***	-0,075***	0,104***	-0,036	0,079***	-0,064**	-0,018	-0,007	0,085***	0,075**	0,124***	0,219***	-0,057**	1
	Pearson (paramétrica)															
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
(1)W_FD_A68	1															
(2)W_FD_ABR	-0,347***	1														
(3)W_FD_B1Y	0,030	0,481***	1													
(4)W_FD_B5Y	-0,092***	0,522***	0,599***	1												
(5)W_AD_TAM	-0,195***	-0,002	-0,281***	0,015	1											
(6)AD_CEO	0,022	-0,038	-0,032	-0,075***	0,061**	1										
(7)W_EP_PON	-0,016	-0,130***	-0,054*	-0,052*	0,023	0,138***	1									
(8)W_EP_CON	-0,016	0,202***	0,064**	0,102***	0,011	-0,102***	-0,568***	1								
(9)RE_PAR	-0,123***	-0,089***	-0,187***	-0,038	0,110***	0,093***	0,036	-0,029	1							
(10)W_PR_FFL	-0,044	0,076***	0,112***	0,070**	-0,035	-0,036	-0,033	-0,332***	0	1						
(11)QA_BIG	-0,073**	-0,196***	-0,330***	-0,138***	0,203***	0,174***	0,240***	-0,101***	0,183***	-0,045	1					
(12)AI_NME	-0,051*	-0,203***	-0,093***	-0,099***	0,028	0,124***	0,769***	-0,516***	0,143***	0,103***	0,282***	1				
(13)W_TAM	-0,295***	-0,045	-0,420***	0,101***	0,573***	0,037	0,098***	-0,044	0,233***	-0,034	0,357***	0,161***	1			
(14)W_ROA	0,258***	-0,574***	-0,465***	-0,396***	0,098***	-0,004	0,078***	-0,067**	0,065**	-0,142***	0,152***	0,058**	0,129***	1		
(15)W_RET	0,102***	-0,108***	-0,145***	-0,110***	-0,053*	0,021	0,058**	-0,039	0,001	-0,02	-0,019	0,044	0,021	0,147***	1	
(16)W_OPO	0,084***	-0,185***	-0,195***	-0,101***	0,092***	-0,033	0,083***	-0,057**	-0,018	-0,029	0,088***	0,097***	0,143***	0,242***	-0,059**	1

Nota. ***, **, * é significante ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

De acordo com a Tabela 5, no tocante à análise dos mecanismos internos, o tamanho do conselho de administração (W_AD_TAM) mostrou-se significativamente (1%) relacionado com ao *financial distress*, quando analisado " W_FD_A68 ", " W_FD_BIY " e " W_FD_B5Y ", denotando a relevância da composição do conselho para a prevenção de possível sofrimento financeiro da companhia (Elloumi & Gueyié, 2001; Simpson & Gleason, 1999). Ainda, a não dualidade do cargo de presidente do conselho de administração e diretor executivo (AD_CEO) apresentou sinal esperado em relação às *proxies* de *financial distress* (Manzaneque *et al.*, 2016; Martins & Ventura, 2020; Simpson & Gleason, 1999), de modo que a separação dos gestores nesses cargos se mostra benéfica na mitigação da probabilidade de sofrimento financeiro, principalmente no caso de inadimplência a longo prazo (W_FD_B5Y).

Os resultados da correlação entre as variáveis demonstraram, ainda, que " W_EP_PON " e " W_EP_CON " afetam significativamente a probabilidade de *financial distress* empresarial. No entanto, os sinais elucidados pela correlação não possibilitaram com que houvesse uma sequência lógica entre as *proxies* de *financial distress* e as variáveis. Para " W_FD_A68 " e " W_FD_B5Y ", quanto maior é o percentual de " W_EP_PON ", maior é a possibilidade de *financial distress*, podendo estar relacionado com o fato dos controladores aumentarem o poder de capital votante visando seus próprios interesses, com maior propensão de expropriação dos acionistas minoritários (Silveira & Barros, 2008). Já para " W_FD_ABR " e " W_FD_BIY ", a lógica se mostrou inversa, onde empresas com mais ações ordinárias apresentam menor possibilidade de apresentar *financial distress*. Nesse caso, uma maior quantidade de ações com direito a voto pressupõe menor concentração de controle e menor chance dos gestores agirem em prol de si mesmos (La Porta *et al.*, 2000).

Sob o enfoque dos mecanismos externos de governança corporativa, verificou-se que quanto maior é o percentual de ações em circulação (W_PR_FFL), maior é a probabilidade de *financial distress*, para todas as *proxies* analisadas. Uma das possíveis explicações para esse resultado é que empresas em *financial distress* precisam de maior capital de terceiros quando estão em sofrimento financeiro, para que possam continuar suas operações e honrar com os credores e partes relacionadas do negócios (Miller & Friesen, 1984), e uma das formas de conseguir esse capital é aumentando o percentual de ações em circulação. A qualidade da auditoria, representada pela prestação do serviço de auditoria pelas empresas auditoras líderes no mundo (QA_BIG), apresenta sinal divergente esperado apenas para " W_FD_A68 ", sendo significativo para todas as *proxies* de *financial distress*. Essa relevância é ressaltada na literatura pelo fato de que a qualidade da auditoria possibilita mitigar a assimetria da informação (Chen *et al.*, 2017), por meio da emissão de opinião imparcial e de credibilidade a respeito das operações do negócio e sua continuidade (Segal, 2017). Observou-se, ainda, que " AI_NME " apresentou relação significativa com todas as variáveis tratadas indicativos de *financial distress*, reforçando a importância da mitigação da assimetria informacional (Coelho, 2016; Martins & Paulo, 2014) para a saúde financeira das companhias brasileiras de capital aberto.

4.3 Regressão de Dados em Painel

A fim de analisar a influência dos mecanismos internos e externos de governança corporativa no *financial distress*, efetuou-se a Tabela 6.

Tabela 6

Mecanismos de GC e *Financial Distress*

Variável	Sinal Esp. (1)	(1) W_FD_A68	Sinal Esp. (2, 3 e 4)	(2) W_FD_ABR	(3) W_FD_B1Y	(4) W_FD_B5Y
<i>Constant</i>		2,050329***		0,287231***	0,001032	-0,013852
<i>Time Variant (Exógenas)</i>						
W_AD_TAM	+/-	0,001074 (0,002028)	+/-	0,000331 (0,000479)	0,00008 (0,000348)	0,000135 (0,00023)
AD_CEO	+	-0,019119* (0,011467)	-	0,002184 (0,002701)	0,003417* (0,001966)	0,00206 (0,001284)
W_EP_PON	+/-	0,000668 (0,00057)	+/-	0,00042*** (0,000124)	0,000231** (0,000091)	0,000115** (0,000052)
W_EP_CON	-	0,000212 (0,000404)	+	0,000215** (0,000091)	0,000041 (0,000067)	0,000047 (0,000041)
RE_PAR	+	-0,003113 (0,014431)	-	-0,000149 (0,003261)	-0,003562 (0,002383)	-0,000042 (0,001454)
W_PR_FFL	+	-0,000323 (0,000251)	-	0,000002 (0,000059)	-0,00004 (0,000043)	-0,000009 (0,000027)
QA_BIG	+	0,001877 (0,013332)	-	-0,008351*** (0,003151)	-0,009877*** (0,002293)	-0,006721*** (0,001515)
<i>Time Variant (Endógenas)</i>						
W_TAM	+/-	-0,085345*** (0,010782)	+/-	-0,007244*** (0,002461)	0,001451 (0,001796)	0,002151* (0,001132)
W_ROA	+	0,007175*** (0,000795)	-	-0,005025*** (0,000192)	-0,001006*** (0,000139)	-0,000768*** (0,000096)
W_RET	+	0,004471 (0,009075)	-	0,00104 (0,002194)	-0,008496*** (0,001593)	-0,004888*** (0,001101)
W_OPO	+/-	0,001263*** (0,000213)	+/-	-0,0002*** (0,000051)	-0,000029 (0,000037)	-0,000012 (0,000026)
<i>Time Invariant (Exógenas)</i>						
AI_NME	+	-0,064963 (0,056523)	-	-0,019164** (0,008834)	-0,015844** (0,006589)	-0,006655** (0,003169)
Observações		1.175		1.175	1.175	1.175
Firmas		138		138	138	138
Breusch-Pagan (Pooling X RE)		0,0000		0,0000	0,0000	0,0000
Hausman (FE X RE)		0,0454		0,1073	0,0000	0,0007
Hausman (HT X RE)		-		0,9999	-	-
Hausman (FE X HT)		0,9077		-	0,0027	0,1432
Estimação Seleccionada		HT		HT	HT [†]	HT

Nota. RE, FE e HT correspondem às estimações por efeitos aleatórios, efeitos fixos e Hausman-Taylor, respectivamente. ***, ** e * são significâncias a 1%, 5% e 10%. [†] Embora, pelos testes, a estimação mais adequada seja FE, utilizou-se HT para fins de comparação. Os setores foram controlados.

No que tange ao modelo 1, de “*W_FD_A68*”, pode-se evidenciar que apenas a não dualidade dos cargos de presidente e CEO (*AD_CEO*) se mostrou significativa (10%) na análise dos mecanismos de governança corporativa em relação ao *financial distress*, reforçando a importância da separação dos cargos na probabilidade de sofrimento financeiro (Manzaneque *et al.*, 2016). Entretanto, diferentemente do esperado, os sinais se mostram distintos ao preconizado pela literatura (Simpson & Gleason 1999), podendo ser um indício de que grandes acionistas tendem apresentar um comportamento passivo em relação ao monitoramento da gestão, não tendo incentivos suficientes para conter o *financial distress* (Manzaneque *et al.*, 2016). Ademais, “*W_EP_CON*”, “*RE_PAR*”, “*W_PR_FFL*” e “*AI_NME*” também elucidaram sinal divergente do esperado, o que pode ser ocasionado pelo fato da métrica se um mercado desenvolvido, como o americano. Ressalta-se que sinal divergindo do esperado, também são observados na literatura corrente (Coelho, 2016; Shleifer & Vishny, 1997; Silva, 2015; Martins & Ventura, 2020).

Com relação aos resultados auferidos pelo modelo 2 (W_FD_ABR), é possível afirmar que os mecanismos internos que apresentaram maior representatividade, em termos de significância, foram " W_EP_PON " e " W_EP_CON ", positivamente a nível de 1% e 5%, respectivamente. Isso leva a crer que uma maior quantidade de ações com direito a voto pressupõe maior possibilidade de *financial distress*, visto que o aumento de capital votante poderia aumentar o conflito de interesses entre minoritários e majoritários (Silveira & Barros, 2008). Ainda, a concentração dessas ações em posse dos majoritários oportuniza situações de conflitos de interesses na tomada de decisão, viabilizando situações de expropriação dos minoritários (La Porta *et al.*, 2000) com decisões enviesadas e podendo levar a empresa a uma situação de sofrimento financeiro. Analisando os mecanismos externos, assim como esperado, apresenta relação negativa e significativa entre " W_FD_ABR " e variáveis como " QA_BIG " e " AI_NME ", a nível de 1% e 5%, respectivamente, reforçando que a qualidade da auditoria e a classificação nos níveis diferenciados de governança corporativa da B3, em especial no Novo Mercado, permitem mitigar a possibilidade de sofrimento financeiro das companhias analisadas por meio da diminuição da assimetria da informacional (Chen *et al.*, 2017; Coelho, 2016).

No que diz respeito ao modelo 3, verificou-se que " AD_CEO " e " W_EP_PON " apresentaram significância de 10% e 5% respectivamente, ambas positivamente relacionadas à variável " W_FD_BIY ". Assim como evidenciado nas demais regressões, a não dualidade do cargo de presidente e CEO apresentou sinal diferente do esperado, indo de encontro com os preceitos de Jensen (1993). Ainda, quanto aos mecanismos externos, também foi evidenciado resultados semelhantes aos auferidos nos modelos com as outras *proxies* de *financial distress*, de modo que " QA_BIG " e " AI_NME " apresentaram significância negativa a nível de 1% e 5%, respectivamente. Similarmente a esses resultados, o modelo 4, o qual retrata a realidade para a possibilidade de *default* nos próximos 5 anos, evidenciou apenas " W_EP_PON " como mecanismo interno de governança significativa (5%) na análise de " W_FD_B5Y ", bem como " QA_BIG " (1%) e " AI_NME " (5%). Salienta-se, que para todas as variáveis, os coeficientes apresentados se mostram menores do que as de " W_FD_BIY ", o que pode indicar que os mecanismos de governança corporativa são mais relevantes na análise do *financial distress* a curto prazo.

Para fins de robustez da análise, utilizou-se de regressões quantílicas (Tabela 7 e 8).

Tabela 7

Mecanismos de GC e *Financial Distress* por Quantil (W_FD_A68 e W_FD_ABR)

W_FD_A68	0,05	0,10	0,25	0,50	0,75	0,90	0,95
Constant	0,493366***	0,696126***	1,097212***	1,724015***	2,112236***	2,215032***	1,995972***
<i>Time Variant (Exógenas)</i>							
W_AD_TAM	0,001463 (0,0021769)	0,004059 (0,0030233)	0,003464 (0,0043799)	0,004163 (0,0040513)	-0,002136 (0,0028031)	0,000123 (0,0043951)	-0,003161 (0,0041619)
AD_CEO	-0,069353*** (0,0135915)	-0,074643*** (0,0176748)	-0,02466 (0,0170288)	0,066186** (0,0275859)	0,128331*** (0,0207059)	0,071681*** (0,0266784)	0,013516 (0,0350247)
W_EP_PON	0,000997** (0,0003868)	0,001055** (0,0004203)	-0,000072 (0,0005916)	-0,000238 (0,0006342)	-0,001187* (0,0006108)	-0,00082 (0,0008851)	-0,001033 (0,0012476)
W_EP_CON	0,000294 (0,0004219)	0,000482 (0,0005991)	-0,000709 (0,000597)	0,001262* (0,0006827)	0,001377** (0,0005068)	0,001758*** (0,0005643)	0,001175 (0,0010375)
RE_PAR	0,030544** (0,0171417)	0,046966*** (0,012116)	-0,006618 (0,0219348)	-0,071592*** (0,0237599)	-0,079072*** (0,0174278)	-0,050731** (0,0194588)	-0,020768 (0,0166234)
W_PR_FFL	0,000501 (0,0002908)	0,000815*** (0,0003558)	0,00008 (0,0004437)	-0,00071 (0,0005847)	-0,000609 (0,0004225)	-0,001337*** (0,0004891)	-0,000933 (0,0004811)
QA_BIG	-0,009351 (0,0242977)	-0,007369 (0,0199147)	0,042796 (0,021567)	0,069443** (0,0439242)	0,051211* (0,0255118)	0,025192 (0,0372847)	0,002729 (0,0283641)
<i>Time Invariant (Exógenas)</i>							
AI_NME	-0,071023*** (0,0310757)	-0,104428*** (0,0278871)	-0,107142*** (0,0270769)	-0,078686* (0,0403553)	0,04049 (0,027844)	0,052094 (0,0484828)	0,059491 (0,0807627)

W_FD_ABR	0,05	0,10	0,25	0,50	0,75	0,90	0,95
Constante	0,112236***	0,120087***	0,154383***	0,259751***	0,268567***	0,335449***	0,415509***
<i>Time Variant (Exógenas)</i>							
W_AD_TAM	0,000298 (0,0004557)	-0,000031 (0,0002903)	-0,000384 (0,0004609)	-0,001078* (0,0006)	-0,000761 (0,0005966)	-0,000341 (0,0006731)	0,000259 (0,000953)
AD_CEO	-0,000609 (0,0033815)	-0,002442 (0,0030571)	-0,004078 (0,0024729)	-0,001864 (0,0030974)	-0,009710** (0,0038003)	-0,007448 (0,0052043)	-0,000573 (0,0075697)
W_EP_PON	0,000197** (0,0001374)	0,000162** (0,0000656)	0,000146* (0,0000883)	0,000207** (0,0000971)	0,000364*** (0,0001627)	0,000270* (0,0001464)	0,000216 (0,0001718)
W_EP_CON	-0,000087 (0,0000817)	-0,00002 (0,0000593)	-0,000026 (0,0000749)	-0,00001 (0,000103)	0,000044 (0,0000949)	0,000076 (0,000141)	0,000188 (0,000182)
RE_PAR	-0,003568 (0,0032461)	-0,003463 (0,0026036)	-0,005914** (0,0027572)	-0,005705* (0,0029769)	-0,002609 (0,0048246)	-0,00067 (0,0046096)	-0,003959 (0,0067016)
W_PR_FFL	0,000021 (0,0000931)	0,000101** (0,0000766)	0,000117** (0,0000685)	0,000184*** (0,0000709)	0,000198** (0,0000873)	0,000048 (0,0000634)	0,000113 (0,0001021)
QA_BIG	0,007519** (0,0027381)	0,001846 (0,0040081)	0,00521 (0,0033169)	-0,00589 (0,0060057)	-0,023923*** (0,0075689)	-0,017230** (0,0090464)	-0,030015*** (0,01288)
<i>Time Invariant (Exógenas)</i>							
AI_NME	-0,018970*** (0,005732)	-0,015591*** (0,0033976)	-0,010886** (0,0046957)	-0,009503* (0,0050984)	-0,013055** (0,0061955)	-0,017211** (0,0045083)	-0,008528 (0,0091212)

Nota. ***, ** e * são significâncias de 1%, 5% e 10%. Variáveis de controle foram suprimidas pelo de páginas.

Analisando-se a Tabela 7, é possível destacar que os mecanismos de governança, internos e externos, não apresentaram significância no *quantil* mais alto (0,95) de “W_FD_A68”, o que diverge do esperado. Quando analisados os *quantis* mais baixos da variável dependente (0,05 e 0,10), pode-se verificar a influência significativa dos mecanismos de governança corporativa, indo ao encontro de Coelho (2016), Martins e Ventura (2020) e Udin *et al.* (2017). Verifica-se que os mecanismos de governança internos e externos não apresentaram significância quando analisado o *quantil* mais alto (0,95) de “W_FD_ABR”, reafirmando que resultados financeiros mais saudáveis não apresentam influencia relevante dos mecanismos de governança corporativa na amostra analisada. Já os demais *quantis* superiores (0,75 e 0,90) demonstraram influência significativa, tanto de mecanismos internos, quanto de externos, já pode ser evidenciada, corroborando Coelho (2016), assim como evidenciado em *quantis* mais baixos de “W_FD_ABR” (0,05 e 0,10).

Tabela 8

Mecanismos de GC e Financial Distress por Quantil (W_FD_B1Y e W_FD_B5Y)

W_FD_B1Y	0,05	0,10	0,25	0,50	0,75	0,90	0,95
Constant	0,010541***	0,021381***	0,057728***	0,120979***	0,194494***	0,258608***	0,308890***
<i>Time Variant (Exógenas)</i>							
W_AD_TAM	0,000013 (0,000034)	-0,000064 (0,0000492)	-0,000206 (0,0001555)	-0,000455 (0,0002789)	-0,000731 (0,0005073)	0,000186 (0,0006768)	0,000702 (0,0011035)
AD_CEO	0,00044 (0,0004338)	0,001001 (0,0004491)	0,001403 (0,0008365)	-0,000429 (0,0014209)	0,002967 (0,0033163)	0,005673 (0,0063801)	0,001161 (0,0067781)
W_EP_PON	0,000033*** (0,000015)	0,000048*** (0,0000186)	0,000041 (0,0000263)	0,000068 (0,0000628)	0,000211** (0,0000647)	0,000151 (0,0000823)	0,000023 (0,0001294)
W_EP_CON	-0,000006 (0,00000755)	-0,00001 (0,0000102)	0,00002 (0,0000198)	0,000064 (0,0000345)	0,000017 (0,0000825)	0,000086 (0,0000834)	0,000019 (0,0001221)
RE_PAR	-0,000822*** (0,0003719)	-0,000631 (0,0005184)	-0,001285 (0,0007145)	-0,003414 (0,0011754)	-0,006900** (0,0037552)	-0,009322** (0,0037489)	-0,008325* (0,0060746)
W_PR_FFL	0,000006 (0,00000482)	0,000013 (0,0000079)	0,000036* (0,000018)	0,000101** (0,0000279)	0,000009 (0,0000439)	-0,000108 (0,0000642)	-0,000104 (0,0000904)
QA_BIG	-0,00038 (0,000686)	-0,000909 (0,0013424)	-0,005652*** (0,0016816)	-0,016641*** (0,0045265)	-0,023358*** (0,005216)	-0,025469*** (0,0065611)	-0,014601** (0,0080581)
<i>Time Invariant (Exógenas)</i>							
AI_NME	-0,001258** (0,0005911)	-0,002475** (0,0007415)	-0,001382 (0,001666)	-0,001515 (0,0030879)	-0,00595 (0,0039068)	-0,002367 (0,0045783)	0,0045 (0,0067296)

W_FD_B5Y	0,05	0,10	0,25	0,50	0,75	0,90	0,95
Constant	-0,008326***	-0,012187***	-0,027092***	-0,042560***	-0,020809	0,003345	0,009451
<i>Time Variant (Exógenas)</i>							
W_AD_TAM	-0,000056* (0,0000377)	-0,000071 (0,000047)	0,000048 (0,0000942)	-0,000178 (0,0001863)	-0,000125 (0,0003927)	-0,000188 (0,0003036)	-0,000693 (0,0004726)
AD_CEO	-0,000324 (0,0003476)	-0,000549* (0,0004038)	-0,000934 (0,0007926)	-0,001742 (0,0011576)	-0,001617 (0,0020477)	-0,003425 (0,0031877)	0,001308 (0,0034146)
W_EP_PON	0,000006 (0,00000583)	0,000018** (0,00000986)	0,000061*** (0,0000129)	0,000119*** (0,0000401)	0,000207*** (0,0000509)	0,000172** (0,0000471)	0,000118 (0,0000533)
W_EP_CON	-0,000009* (0,00000587)	-0,000011 (0,00000705)	-0,000008 (0,0000106)	0,000037 (0,0000285)	0,000068 (0,0000505)	0,000129** (0,0000428)	0,000152* (0,0000423)
RE_PAR	0,000234 (0,0001916)	0,000725*** (0,0003025)	0,000526 (0,0006518)	-0,001499 (0,0008922)	-0,001333 (0,0010749)	-0,005764** (0,0022203)	-0,005493 (0,0027432)
W_PR_FFL	0,000004 (0,00000323)	0,000005 (0,00000519)	0,000020* (0,0000125)	0,000059** (0,000024)	0,000049 (0,0000356)	-0,000025 (0,000037)	0,000008 (0,0000434)
QA_BIG	-0,000552** (0,0001869)	-0,000600* (0,0002742)	-0,000942 (0,0006759)	-0,003717** (0,0019067)	-0,012477*** (0,003661)	-0,011157*** (0,0024802)	-0,005372 (0,003178)
<i>Time Invariant (Exógenas)</i>							
AI_NME	-0,000126 (0,0002236)	-0,000253 (0,000434)	-0,002439*** (0,000862)	-0,005694*** (0,0021697)	-0,009626*** (0,0036741)	-0,006172 (0,0030834)	-0,004531 (0,0036937)
Observações	1.175	1.175	1.175	1.175	1.175	1.175	1.175
Pseud. R ²	0,0261	0,0466	0,0947	0,1408	0,2362	0,2105	0,0769

Nota. ***, ** e * são significâncias de 1%, 5% e 10%. Variáveis de controle foram suprimidas pelo de páginas.

A partir da Tabela 8, nota-se que os mecanismos internos se mostram mais significantes (1%) para “W_FD_B1Y”, quando analisados “W_EP_PON” e “RE_PAR”. Já para os *quantis* superiores (0,75 e 0,90), que representam maior probabilidade de inadimplência, apenas “RE_PAR”, reafirmando a importância dos incentivos de remuneração executiva por meio de participação nos lucros na probabilidade de *financial distress* empresarial (Coelho, 2016; Jensen & Murphy, 1990). No que tange aos mecanismos externos, evidencia-se relevância significativa para todos os *quantis* de “W_FD_B1Y”, reforçando a importância de tais mecanismos na saúde financeira das companhias analisadas (Coelho, 2016; Mendonça *et al.*, 2019).

Ao que se refere a “W_FD_B5Y”, evidencia-se que, de modo geral, os mecanismos internos de governança corporativa se mostram mais significantes do que quando comparados a “W_FD_B1Y”, demonstrando significância em todos os *quantis* objeto de estudo, corroborando a importância dos mecanismos para a análise do *financial distress* (Coelho, 2016; Manzaneque *et al.*, 2016; Shahwan, 2015; Udin *et al.*, 2017). No que diz respeito aos mecanismos externos, nenhum se mostrou significativo para o *quantil* 0,95, podendo acontecer em virtude desses mecanismos não serem inerentes à companhia, mas a externalidades como políticas, leis, condutas, jurisprudência do ambiente externo (Mendonça *et al.*, 2019), de forma que a empresa não detém de total controle sobre esses aspectos, principalmente a longo prazo e, por isso, devem ser constantemente revisitados pelas firmas.

Com base nos resultados da pesquisa é possível evidenciar que a relação entre os mecanismos internos para com as métricas de *financial distress*, em sua maioria, apresenta uma associação negativa, indo ao encontro da literatura (Coelho, 2016; Manzaneque *et al.*, 2016; Shahwan, 2015; Udin *et al.*, 2017), não podendo-se rejeitar a Hipótese 1 (H1). Sob o enfoque dos mecanismos externos de governança corporativa, é possível verificar que a sua utilização se faz importante para minimizar ou, até mesmo, evitar um possível *financial distress* empresarial, o que vai ao encontro da literatura corrente (Coelho, 2016; Silva, 2015; Silva & Leal, 2005), salientando que a Hipótese 2 (H2) não pode ser rejeitada.

Nesse contexto, acredita-se que Hipótese Geral (HG) não pode ser rejeitada, tendo em

vista que, para a maioria das regressões, a significância das variáveis analisadas se mostrou distinta quando comparada os mecanismos internos e externos de governança corporativa. Logo, elucida-se que os mecanismos de governança se mostram relevantes para a análise do *financial distress* como forma de minimizá-lo, como também evidenciado em estudos anteriores (Coelho, 2016; Manzanque *et al.*, 2016; Shahwan, 2015; Udin *et al.*, 2017), indo ao encontro dos pressupostos da Teoria da Agência. Ademais, a segregação entre os mecanismos analisados em internos e externos propiciou uma melhor análise de sua influência no *financial distress*, corroborando a concepção de que cada mecanismo oferece enfoques distintos, afetando diferentemente a saúde financeira da entidade.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente pesquisa analisou a influência dos mecanismos internos e externos de governança corporativa no *financial distress* nas companhias listadas na B3 S/A - Brasil, Bolsa, Balcão (B3) nos anos de 2010 a 2018. Nesse contexto, inicialmente examinou-se de que forma os mecanismos internos influenciam as *proxies* de *financial distress* da pesquisa, verificando que, de modo geral, esses mecanismos apresentam associação negativa e significativa em relação ao sofrimento financeiro, denotando a relevância dos mecanismos de governança corporativa gerados internamente para com a saúde financeira das companhias analisadas. Posteriormente, no tocante à relação entre os mecanismos externos de governança corporativa para com o *financial distress*, foi possível evidenciar que, em sua maioria, esses mecanismos se mostram importantes para mitigar ou, até mesmo, evitar uma possível situação de *financial distress* empresarial, reforçando a relevância da adoção de tais mecanismos em períodos de sofrimento financeiro como forma de aumentar a captação de recursos das companhias, tendo em vista a maior credibilidade da empresa no mercado, se tornando mais atrativa a potenciais financiamentos e/ou novos investidores. Dessa forma, pode-se inferir que tanto os mecanismos internos, quanto os externos, se mostraram relevantes na análise do *financial distress* empresarial, auxiliando à mitigá-lo.

Com base nos resultados auferidos no estudo, do ponto de vista teórico, contribui-se para o enriquecimento da literatura e debate a respeito da forma com que os mecanismos internos e externos de governança corporativa afetam o *financial distress* para as companhias brasileiras, adicionando evidências de que tais mecanismos apresentam relações distintas em se tratando da saúde financeira das companhias e que, por isso, devem ser analisados separadamente para que se faça possível um exame com maior precisão e robustez das necessidades dos negócios, visando sua otimização e mitigação de potenciais conflitos de agência. Esses resultados auxiliam no entendimento da importância de cada mecanismo abordado nesse estudo, diferentemente de pesquisas anteriores sobre a qualidade da governança corporativa na tomada de decisão (Coelho, 2016; Shahwan, 2015; Silva, 2015), as quais reconhecem a existência de mecanismos internos e externos, porém analisam de forma única, sem captar as diferenças atribuídas a cada âmbito. Adicionalmente, à luz da Teoria da Agência, acredita-se que o estudo colabora para a análise de como os conflitos de interesses e assimetria da informação podem ser mitigados na relação contratual por meio de mecanismos internos e externos de governança corporativa, de forma a minimizar probabilidade de *financial distress*.

Como contribuição empírica, denota-se que a segregação entre os mecanismos em internos e externos na pesquisa, visando a analisar a influência de cada mecanismo separadamente, propiciou com que a análise se mostrasse mais robusta para com seus efeitos na possibilidade de *financial distress*, uma vez que cada mecanismo oferece enfoques

distintos para o gerenciamento do negócio, afetando de forma distinta sua continuidade. Ainda, acredita-se que a análise por meio da estimação de Hausman-Taylor possibilita tratar de forma robusta os problemas de endogeneidade apontados pela literatura (Klapper & Love, 2002), adicionando ao estudo de Coelho (2016). Já sob o ponto de vista prático, a pesquisa contribui para uma análise mais aprofundada da importância de cada mecanismo abordado no estudo para com possíveis problemas relacionados a *financial distress*, evidenciando seu potencial em auxiliar a mitigar problemas de agência, em cada etapa da vida do negócio. Isso possibilita com que os tomadores de decisão analisem e maximizem a utilidade de cada mecanismo de governança corporativa e seu o potencial de auxílio direto na saúde financeira do negócio, otimizando o processo decisório com base em suas necessidades.

Nesse contexto, a pesquisa auxilia os usuários da informação na análise crítica dos mecanismos internos e externos de governança buscando prevenir situações de *financial distress* empresarial (Kordestani & Bakhtiar, 2011; Manzanique *et al.*, 2016; O'Connor & Byrne, 2015; Udin *et al.*, 2017). Com isso, contribui para um planejamento mais preciso e fundamentado das firmas, propiciando revisitar estratégias de governança que mitiguem conflitos de interesses e assimetria informacional entre as partes interessadas, possibilitando com que iniciativas que visem minimizar os riscos de continuidade do negócio. Assim, como sugestões para pesquisas futuras, se faz pertinente a busca uma métrica de previsão de *financial distress* mais se adequa a realidade brasileira, tendo em vista que ainda não se tem um consenso de qual seria a melhor métrica de estimação para esse cenário. Por fim, sugere-se a utilização de outras variáveis para mecanismos internos e externos de governança e que não foram abordadas na pesquisa.

REFERÊNCIAS

- Altman, E. I. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589-609.
- Altman, E. I., Baydía, T. K. N., & Dias, L. M. R. (1979). Previsão de problemas financeiros em empresas. *Revista de Administração de Empresas*, 19(1), 17-28.
- Armitage, S., Hou, W., Sarkar, S., & Talaulicar, T. (2017). Corporate governance challenges in emerging economies. *Corporate Governance: An International Review*, 25(3), 148–154.
- Baltagi, B. H. (2005). *Econometric analysis of panel data*. (3rd ed.). New York: John Wiley & Sons Inc.
- Chen, Y., Sadique, S., Srinidhi, B., & Veeraraghavan, M. (2017). Does High-Quality Auditing Mitigate or Encourage Private Information Collection?. *Contemporary Accounting Research*, 34(3), 1622-1648.
- Coelho, É. G. (2016). *Financial distress e os mecanismos de governança corporativa: um estudo em companhias brasileiras de capital aberto* (Dissertação de mestrado). Programa de Pós-graduação em Contabilidade, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, PR, Brasil.
- Cremers, K. J. M., & Nair, V. B. (2005). Governance Mechanisms and Equity Prices. *The Journal of Finance*, 60(6), 2859–2894.
- Daily, C. M., Dalton, D. R., & Cannella, A. A. (2003). Corporate Governance: Decades of Dialogue and Data. *The Academy of Management Review*, 28(3), 371.
- Dalton, D. R., Hitt, M. A., Certo, S. T., & Dalton, C. M. (2007). The Fundamental Agency Problem and Its Mitigation. *The Academy of Management Annals*, 1(1), 1–64.

- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: an Assessment and Review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57–74.
- Elloumi, F., & Gueyié, J. (2001). Financial distress and corporate governance: an empirical analysis. *Corporate Governance*, 1(1), 15–23.
- Frentrop, P. (2002). *A history of corporate governance: 1602-2002*. Amsterdam: Deminor.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2015). *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. (5a ed.). São Paulo: IBGC.
- Instrução Normativa n. 480, de 07 de dezembro de 2009. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Recuperado de <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>
- Jensen, M. C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal Of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2), 225-264.
- Klapper, L. F., & Love, I. (2002). *Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets*. SSRN Electronic Journal.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3–27.
- Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Recuperado de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm
- Manzaneque, M., Priego, A. M., & Merino, E. (2016). Corporate governance effect on *financial distress* likelihood: Evidence from Spain. *Revista de Contabilidad*, 19(1), 111–121.
- Martins, O. S., & Ventura R. Jr. (2020). Influência da governança corporativa na mitigação de relatórios financeiros fraudulentos. *Rev. Bras. Gest. Neg.*, 22(1), 65-84.
- Martins, O., & Paulo, E. (2014). Assimetria de informação na negociação de ações, características econômico-financeiras e governança corporativa no mercado acionário brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 25(64), 33-45.
- Mendes, I. O. D. V. (2014). *Variáveis discriminantes dos estágios de insolvência de empresas* (Dissertação de Mestrado). Programa de Pós-graduação em Contabilidade, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, PR, Brasil.
- Mendonça, F. F. P., Martins, H. C., & Terra, P. R. S. (2019). Estrutura de Capital e Mecanismos de Governança Externos à Firma: Uma Análise Multipaís. *Revista de Administração Contemporânea*, 23(6), 765-785.
- Miller, D., & Friesen, P. H. (1984). A longitudinal study of the corporate life cycle. *Management Science*, 30(10), 1161-1183.
- Mitton, T. (2002). A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 64(2), 215–241.
- Parkinson, M. M. (2018). *Corporate Governance in Transition: Dealing with Financial Distress and Insolvency in UK Companies*. Cham: Palgrave Macmillan.
- Santos, A. R. S., Façanha, M. C., Vasconcelos, A. C. de, & Luca, M. M. M. de. (2018). Mecanismos Externos de Governança Corporativa e o Gerenciamento de Resultados

- por meio de Atividades Operacionais Reais: Uma Análise no Mercado Brasileiro. *Anais do Congresso USP Controladoria e Contabilidade*, São Paulo, SP, Brasil, 18.
- Santos, P. J. M. dos. (2002). Falência empresarial: modelo discriminante e logístico de previsão aplicados às PME do sector têxtil e do vestuário. *Revista da Escola Superior de Gestão*, 1(1), 135-151.
- Shahwan, T. M. (2015). The effects of corporate governance on financial performance and *financial distress*: evidence from Egypt. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 15(5), 641–662.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783.
- Silva, A. L. C. (2006). *Governança Corporativa e Sucesso Empresarial: melhores práticas para aumentar o valor da firma*. São Paulo: Saraiva.
- Silva, A. L. C. D., & Leal, R. P. C. (2005). Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. *Revista Brasileira de Finanças*, 3(1), 1-18.
- Silva, C. C. D. S. (2015). *Análise do reflexo da qualidade de governança corporativa no processo de avaliação de empresas* (Dissertação de Mestrado). Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal Da Paraíba, João Pessoa, PB, Brasil.
- Silva, J. O. da, Wienhage, P., Souza, R. P. S. de, Bezerra, F. A., & Lyra, R. L. W. C. de. (2012). Capacidade Preditiva de Modelos de Insolvência com Base em Números Contábeis e Dados Descritivos. *Revista De Educação E Pesquisa Em Contabilidade*, 6(3), 246-261.
- Silveira, A. M. (2004). *Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil* (Tese de Doutorado). Programa de Pós-graduação em Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Silveira, A. M., & Barros, L. A. B. de C. (2008). Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. *Revista Eletrônica de Administração*, 14(3), 512-540.
- Silveira, A. M., Leal, R. P. C., Barros, L. A. B. C., & Carvalhal-da-silva, A. L. (2009). Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil. *Revista de Administração*, 44(3), 173-189.
- Simpson, W. G., & Gleason, A. E. (1999). Board structure, ownership, and *financial distress* in banking firms. *International Review of Economics & Finance*, 8(3), 281–292.
- Udin, S., Khan, M. A., & Javid, A. Y. (2017). The effects of ownership structure on likelihood of *financial distress*: an empirical evidence. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 17(4), 589–612.
- Victor, F. (2013). *Estrutura de propriedade e remuneração executiva: efeitos diretos e indiretos da regulamentação* (Tese de Doutorado). Programa de Pós-graduação em Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, RS, Brasil.
- Walsh, J. P., & Seward, J. K. (1990). On the Efficiency of Internal and External Corporate Control Mechanisms. *The Academy of Management Review*, 15(3), 421-458.