



As restrições financeiras de firmas brasileiras têm relação com a governança corporativa?

Is financial distress of brazilian firms related to corporate governance?

Renato Ribeiro dos Santos¹

Fernanda Maciel Peixoto²

Resumo

Sabe-se que quando uma empresa possui boas práticas de governança corporativa (GC), em geral, ela consegue obter melhor performance, maior proteção aos seus investidores e melhor gestão financeira de curto e longo prazos. Este artigo amplia a discussão sobre o papel da governança corporativa em reduzir a probabilidade de *financial distress* (FD) das firmas. O objetivo do estudo é investigar o impacto de mecanismos de GC sobre a probabilidade de *financial distress* de empresas brasileiras. A pesquisa analisa a relação entre concentração acionária, composição do conselho de administração e propriedade estatal com *financial distress* para firmas brasileiras no período de 2017 a 2020. O método adotado foi a regressão logística e a proxy para *financial distress* foi baseada na pontuação ZmScore de Zmijewski (1984). Como principais resultados, constatou-se que quando a empresa tem propriedade estatal ela tem menor probabilidade de apresentar *financial distress*. Percebeu-se também que os lucros retidos e a tangibilidade dos ativos são negativamente relacionados ao FD. O estudo contribui com a literatura na medida em que auxilia no monitoramento, prosperidade dos

¹ Doutorando em Administração pela Universidade Federal de Uberlândia. Programa de Pós-Graduação em Administração - Faculdade de Gestão e Negócios - Universidade Federal de Uberlândia (PPGA-FAGEN-UFU). Av. João Naves de Ávila, 2121, Santa Mônica. E-mail: renato.ribeiro@ufu.br
Orcid: <https://orcid.org/0000-0002-4316-2865>

² Doutora em Administração. Universidade Federal de Uberlândia. Programa de Pós-Graduação em Administração. Av. João Naves de Ávila, 2121, Santa Mônica. E-mail: fernanda.peixoto@ufu.br
Orcid: <https://orcid.org/0000-0002-0969-7567>

negócios e prevenção de restrições financeiras, trazendo implicações importantes para a estabilidade financeira das firmas.

Palavras-chave: *Financial Distress*. Governança Corporativa. Concentração Acionária. Conselho de Administração. Propriedade Estatal.

Abstract

It is known that when a company has good corporate governance (GC) practices, in general, it manages to achieve better performance, greater protection for its investors and better financial management in the short and long term. This article expands the discussion on the role of corporate governance in reducing the probability of financial distress (FD) of firms. The objective of the study is to investigate the impact of KM mechanisms on the probability of financial distress of Brazilian companies. The research analyzes the relationship between shareholding concentration, composition of the board of directors and state ownership with financial distress for Brazilian firms in the period from 2017 to 2020. The method adopted was logistic regression and the proxy for financial distress was based on the ZmScore score by Zmijewski (1984). As main results, it was found that when the company has state ownership it is less likely to present financial distress. It was also noticed that retained earnings and asset tangibility are negatively related to FD. The study contributes to the literature as it assists in monitoring, business prosperity and prevention of financial constraints, bringing important implications for the financial stability of firms.

Keywords: Financial Distress. Corporate governance. Share Concentration. Administrative Council. State Property.

Introdução

Nas últimas décadas, a governança corporativa tem atraído ampla atenção acadêmica e de mercado, e se tem discutido que certos mecanismos de governança estão atrelados ao desempenho e à posição financeira da firma (Li, Crook, Andreeva & Tang, 2020). Esta pesquisa investiga quais características de governança corporativa afetam as companhias brasileiras em períodos de *Financial Distress* (Restrições Financeiras).

O estudo das restrições financeiras ou *Financial Distress* tem recebido grande apelo nos últimos anos, tanto na academia como no mercado (Mariano, Izadi & Pratt, 2021). A pandemia Covid-19 lançou um holofote sobre a temática *financial distress* (FD). Segundo

pesquisa do IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística), a pandemia foi responsável pelo fechamento de 4 em cada 10 empresas com atividades encerradas no Brasil em junho de 2020 (IBGE Notícias, 2020). Na pesquisa, foi constatado que entre 1,3 milhão de firmas que em junho de 2020 estavam com operações encerradas, cerca de 39,4% apontaram como causa as restrições geradas pela pandemia Covid-19 (IBGE Notícias 2020).

Segundo Martinez e Silva (2018), uma das causas do encerramento das empresas é a inadequada gestão dos recursos financeiros de curto prazo. Isto é, primeiro ocorre uma situação de restrição financeira, uma situação de falta de liquidez e de má gestão do caixa e das dívidas de curto, médio e longo prazo para depois ocorrer a falência da firma (Martinez & Silva, 2018).

Segundo Sudarsanam (2001), o *financial distress* é uma condição em que uma empresa ou indivíduo não consegue gerar receitas suficientes, tornando-o incapaz de cumprir ou pagar suas obrigações financeiras no vencimento. Isso geralmente se deve a altos custos fixos, um alto grau de ativos ilíquidos ou receitas sensíveis a desacelerações econômicas (Sudarsanam, 2001).

Em busca das causas de *financial distress* (FD), Argenti (1976) constatou que a má governança e as práticas inadequadas de gestão financeira são as principais causas do fracasso empresarial. As características da “má governança” descritas por Argenti (1976) incluem a dualidade do CEO-Chairman (*Chief Executive Officer* e Presidente do Conselho de Administração), conselho não atuante, equipe de alto escalão incapacitada e administração financeira fraca. Pode-se dizer que Li, Crook, Andreeva e Tang (2020) corroboram a pesquisa de Argenti (1976), ao encontrarem uma relação entre a baixa qualidade na aplicação dos mecanismos de GC e a maior probabilidade de *financial distress*.

Pressupõe-se que quando uma empresa possui boas práticas de governança corporativa, ela tende a ter também boas práticas de gestão de caixa e menor probabilidade de *financial distress* (Li, Crook, Andreeva & Tang, 2021). Por outro lado, empresas cujos mecanismos de governança corporativa são fracos tendem em geral, a apresentar restrições financeiras e problemas de liquidez (Bravo-Urquiza & Moreno-Ureba, 2021).

A governança corporativa inclui mecanismos, processos e relacionamentos pelos quais as empresas são controladas e dirigidas (IBGC, 2020). De acordo com Butt e Hasan (2009), a confiança entre credores e investidores é construída sobre os princípios da governança corporativa. Nos primeiros estudos de previsão de *financial distress*, os pesquisadores usaram apenas variáveis contábeis e econômicas como preditoras. No entanto, em Chaganti et al. (1985) utilizaram também variáveis não financeiras como índices de GC.

Li, Crook, Andreeva e Tang (2021) argumentam que os dados financeiros por si só não fornecem todas as explicações para o *financial distress*. Portanto, é necessário adicionar variáveis relacionadas à governança corporativa para a construção de melhores modelos (Lee e Yeh, 2004 & Chen e Moro, 2011).

Segundo Jensen e Meckling (1976), os mecanismos de GC protegem os interesses dos acionistas, limitando os gestores em perseguir seus próprios interesses ao invés de maximizar o valor para o acionista. Além disso, estudos mostram que a probabilidade de uma firma sofrer FD está diretamente ligada à composição do conselho de administração, à estrutura de propriedade/controle, à remuneração da administração e à características da firma que podem ter um impacto sobre o risco de restrições financeiras e, portanto, podem ser usadas para essa previsão (Li, Crook, Andreeva & Tang, 2021).

Chen e Lien (2020) afirmam que um conselho de administração de tamanho maior implica em mais ligações externas e em diversificação da experiência de seus membros, minimizando a probabilidade de FD. A estrutura de GC pode melhor desempenhar suas funções quando a maioria dos diretores presentes nos comitês são independentes e trabalham livremente sem influência dos CEOs (Hadani, Goranova, & Khan, 2011). Além disso, o desempenho financeiro da empresa pode melhorar significativamente com o aumento do número de conselheiros independentes nos comitês do conselho (Puni, 2015), o que pode, em última análise, diminuir a probabilidade de restrição financeira da empresa (Brédart, 2014; Carcello e Neal, 2000; McMullen e Raghunandan, 1996; Saputri e Asrori, 2019).

A partir do contexto traçado, o objetivo deste trabalho é investigar o impacto de mecanismos de governança corporativa sobre a probabilidade de *financial distress* de empresas brasileiras no período de 2017 a 2020. Em especial, este estudo analisa a relação entre concentração acionária, composição do conselho de administração e propriedade estatal com *financial distress*. O estudo adotou o método de regressão logística e o indicador de *Financial Distress* de Zmijewski (1984) que desenvolveu uma variável contínua para mensurar o *Financial Distress* que tem sido extensivamente usada em estudos recentes sobre o tema (Richardson et al., 2015; Lee et al., 2017; Bravo-Urquiza & Moreno-Ureba, 2021), devido à sua alta capacidade de prever *financial distress*, segundo os estudos citados.

Como variáveis de controle, o estudo adotará: despesas financeiras, lucros retidos, retorno sobre o ativo, tangibilidade dos ativos, liquidez corrente, fluxo de caixa/dívida total, *turnover* dos recebíveis e tamanho da firma. As variáveis dependentes, independentes e de controle foram inspiradas em Mariano, Izadi e Pratt (2020) – que estudaram a relação entre GC e FD no Reino Unido, Li, Crook, Andreeva e Tang (2020) – que abordaram o mercado

chinês e Bravo-Urquiza e Moreno-Ureba (2021) – que analisaram a mesma relação no mercado espanhol.

Referencial Teórico

2.1 *Financial Distress*

Financial Distress (Restrição Financeira) corresponde à situação na qual as empresas não possuem fluxo de caixa suficiente para cobrir suas obrigações (Pindado *et al.*, 2008). De acordo com Asquith *et al.* (1994), quando as empresas enfrentam situações de restrição financeira, elas tentam evitar a falência reestruturando seus ativos e passivos. Almeida *et al.* (2004) mostram que os padrões de retenção de caixa variam durante períodos de *financial distress*, porque as empresas em dificuldades financeiras teriam maior probabilidade de reter o fluxo de caixa do que as que não estão em situação de restrição.

Os sintomas deste problema não são apenas salientes em empresas insolventes e outros efeitos podem ser demonstrados antes que a restrição financeira chegue até a firma (Elloumi & Gueyié, 2001; Pindado *et al.*, 2008). Amendola *et al.* (2015) encontraram determinantes de *financial distress* (FD) em empresas italianas e López-Gutiérrez *et al.* (2015) relataram que as empresas em dificuldades financeiras acabam tendo menores oportunidades de investimento e costumam perder chances de realizar investimentos rentáveis. De acordo com Edwards *et al.* (2016), as empresas em dificuldades têm um custo de capital mais elevado, classificações de crédito mais fracas, possuem menos acesso a fontes de financiamento externas e são mais propensas a assumir riscos, o que as obriga a assumir comportamentos de risco e adotar estratégias agressivas de evasão fiscal.

Horta, Alves e Carvalho (2014) argumentam que governo, acionistas, agentes externos, agências de classificação risco (*Rating*), auditores, clientes e colaboradores são *stakeholders* afetados por cenários de *financial distress* das empresas e com isso, possuem amplo interesse em identificar problemas de insolvência. O debate empírico sobre os determinantes sobre *financial distress* focou nas informações financeiras e contábeis (Altman, 1968; Beaver, 1966; Zmijewski, 1984).

Na prática, quando uma empresa consegue melhorar seu desempenho e seus indicadores econômico-financeiros, ela também consegue reduzir suas falhas operacionais, realinhar sua gestão de caixa e gerar maior segurança aos *stakeholders* (Horta, Alves & Carvalho, 2014). Estudos clássicos e seminais como os de Beaver (1966) e Altman (1968)

encontraram relações financeiras determinantes do fracasso empresarial e verificaram indicadores financeiros com o intuito de prever falências organizacionais.

Whitaker (1999) admite que a maioria das organizações entra em dificuldades financeiras como resultado de uma falha de gestão e não por fragilidade econômica generalizada do segmento e/ou do país em que estão inseridas. Entretanto, as ações adequadas da administração representam um fator determinante e significativo de recuperação e melhoria no valor de mercado das empresas, inclusive para aquelas que foram, historicamente, mal administradas.

Os sinais da falta de gestão financeira adequada e da má administração do caixa refletem em consecutivos modos de *financial distress*. De acordo com Rechden e Miller (2015), as empresas podem ter dificuldades no caixa, rompimento nas relações com fornecedores, informações financeiras inadequadas ou fraudulentas, em que podem haver distorções nas avaliações de ativos, conseqüentemente gerando falhas nos controles internos relacionados aos mecanismos de governança corporativa. Ou seja, a má gestão financeira de curto prazo e seus desdobramentos em termos de transparência e mecanismos de controle tem relação com as práticas de governança corporativa dentro da organização (Rechden & Miller, 2015).

A incidência do *financial distress* apontada por Wruck (1990), afirma que uma organização pode ser definida como insolvente quando apresenta um patrimônio líquido negativado. Entretanto, Pindado, Rodrigues e Torres (2008) afirmam que a empresa financeiramente restrita é aquela que apresenta um EBITDA inferior à despesa financeira em dois exercícios consecutivos, levando a queda em seu valor de mercado. A primeira prerrogativa está sustentada em organizações que não conseguem gerar receitas adequadas em sua operação de modo a cumprir com as obrigações financeiras, causando um déficit nos fundos operacionais.

Segundo Dumont e Schmit (2014), o resultado financeiro, medido pelo EBITDA, pode estar sujeito a pagamentos diferidos, significando que pode ocorrer lucro mesmo com o fluxo de caixa negativo. Em uma linha paralela de pesquisa, Almeida e Campello (2007) consideram o efeito da tangibilidade dos ativos de empresas financeiramente restritas quando testam a sensibilidade do investimento corporativo. Para os autores, empresas sob situação de restrição financeira possuem nível decrescente de sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa de acordo com o aumento da tangibilidade dos ativos da organização.

2.2 Governança Corporativa e *Financial Distress*

A governança corporativa e seu impacto sobre as restrições financeiras das empresas é uma das áreas mais pesquisadas em finanças corporativas contemporâneas (Demarzo, Fishman, He & Wang, 2012; Francis et al., 2013). Parte dos estudos envolvem a relação entre os mecanismos de governança, a gestão de caixa, as restrições financeiras, o desempenho e a valorização das companhias (Akbar et al., 2016; Ghouma, Bem-Nasr & Yan, 2018; Kieschnick & Moussawi, 2018). Pesquisas demonstram a complexidade de se prever as situações de restrição financeira em empresas e enfatiza o papel dos mecanismos de governança corporativa para prevenir o *financial distress* (Manzaneque et al., 2016; Bravo-Urquiza & Moreno-Ureba, 2021).

Uma premissa para demonstrar esta associação prevê que a governança tenha implicações importantes para as decisões corporativas, especialmente quando o negócio apresenta um alto risco de fracasso (Dowell et al., 2011). Nesse sentido, a natureza da associação entre os mecanismos de governança corporativa e a probabilidade de dificuldades financeiras foi discutida entre pesquisadores e formuladores de políticas, e o papel da governança corporativa na mitigação das restrições financeiras continua a ser uma questão central, após diversas crises e escândalos financeiros de importantes empresas ao redor do mundo (Manzaneque et al., 2016; Udin et al., 2017). Alguns estudiosos questionam se os atuais mecanismos de governança corporativa são eficazes para prevenir as empresas de entrarem em períodos de restrições financeiras durante períodos de instabilidade econômica (Alabede, 2016).

Core et al. (1999) argumentaram que a presença de fracos mecanismos de GC em uma organização podem elevar as chances de problemas de agência. A relação entre dificuldades financeiras e governança corporativa foi investigada em estudos anteriores (Manzaneque, 2016; Darrat et al., 2016), sendo consenso que a situação de restrição financeira pode ocorrer quando os acionistas, diretores ou CEOs tomam decisões mais em favor de si próprios do que da empresa. Resumidamente, estruturas de governança corporativa podem ter uma forte influência sobre o desempenho da empresa e podem minimizar as dificuldades financeiras e as situações de falência.

Estudos anteriores como Manzaneque et al. (2016) para empresas espanholas; Miglani et al. (2015) para empresas australianas; Li et al. (2008) para empresas chinesas; Abdullah e Nahar (2006) para empresas da Malásia; e Elloumi e Gueyie (2001) estudaram a relação entre governança corporativa e dificuldades financeiras da empresa. De forma similar, Daily e

Dalton (1994), Wang e Deng (2006) e Udin et al. (2017) encontraram resultados inconclusivos sobre a mesma relação. Foi sugerido por Hodgson et al. (2011) que boas práticas de governança corporativa melhoram o desempenho financeiro e reduzem a probabilidade de dificuldades financeiras. Além disso, as boas práticas de governança corporativa protegem os direitos dos acionistas e melhoram o desempenho da empresa, reduzindo o custo de capital (Reddy et al., 2010). Da mesma forma, Luqman et al. (2018) argumentou que a adoção de boas práticas de governança reduz a probabilidade de dificuldades financeiras.

Lee e Yeh (2004) argumentaram que fracos mecanismos de governança corporativa aumentam a probabilidade de dificuldades financeiras. A associação entre governança corporativa e dificuldades financeiras foi examinada por Murhadi et al. (2018) que utilizaram 337 empresas do Paquistão com 1.685 observações amostrais, e constataram um impacto positivo do índice de GC criado sobre o risco financeiro das empresas com *financial distress*. O coeficiente positivo encontrado indicou que boas práticas corporativas funcionam como catalisadoras para reduzir o risco de dificuldades financeiras nas empresas do Paquistão.

2.2.1 Concentração acionária e *Financial Distress*

As empresas caracterizadas por alto nível de concentração acionária são aquelas cujo acionista majoritário detém um percentual significativo (mais que 10%) das ações ordinárias. Alguns estudos têm demonstrado que empresas com este perfil podem ter performance diferenciada e podem ter particularidades em suas restrições financeiras e gestão financeira de curto prazo (Wang e Deng, 2006; Mariano, Izadi e Pratt, 2021). Na situação de falência da empresa, os acionistas controladores sofrerão grandes prejuízos devido à sua participação na empresa. Assim, os acionistas controladores irão monitorar o comportamento da gestão para se proteger contra decisões oportunistas, ou seja, os acionistas controladores têm incentivos para monitorar a gestão e prevenir conflitos de interesse que possam causar danos à empresa (Mariano, Izadi & Pratt, 2021).

Por outro lado, Younas et al. (2021) descobriram que a concentração acionária pode aumentar a probabilidade de dificuldades financeiras porque pode levar à tomada de decisões monopolistas e pode reduzir a independência da empresa, expropriando os direitos dos acionistas minoritários. Além disso, Jensen (1993) também concluiu que a concentração acionária pode levar a informações assimétricas entre acionistas majoritários e minoritários, aumentando assim a probabilidade de restrições financeiras. Os grandes acionistas podem usar seu poder para influenciar a gestão e usá-la em seu próprio benefício, o que por sua vez pode

prejudicar os acionistas minoritários e aumentar a probabilidade de restrições financeiras (La Porta et al., 2000; Lee e Yeh, 2004). Com base nas pesquisas de Wang e Deng (2006) e Mariano et al. (2021), os acionistas controladores terão mais incentivos para monitorar o comportamento da gestão porque sua participação ou investimento na empresa é bastante significativa.

As pesquisas de Wang e Shailer (2015), e Abdallah e Ismail (2017) descobriram que uma empresa com maior concentração acionária tende a ter desempenho visivelmente melhor. Johnson et al. (2000) mostraram que as medidas de GC, particularmente a eficácia da proteção dos minoritários, pode explicar a depreciação da firma, onde o mercado acompanha o cenário macroeconômico. Uma possível explicação é que nos países com GC fraca, a perspectivas econômicas são piores e resultam em mais expropriação pelos gestores e, portanto há uma queda maior nos preços de ativos. Para conseguir mais capital, La Porta et al. (2000) provou que os acionistas dominantes tendem a tratar os acionistas minoritários de forma injusta, vendendo os ativos a preços muito baixos para outras empresas que possuem acionistas dominantes. Logo, espera-se, segundo a literatura estudada, que a concentração acionária possa reduzir a probabilidade de *financial distress* (Jodjana, Nathaniel, Rinaningsih & Pranoto, 2021). Com base nos autores supracitados, formulou-se a primeira hipótese deste estudo:

H1: Espera-se relação negativa entre concentração acionária e *financial distress*.

2.2.2 Composição do conselho de administração e *Financial Distress*

O conselho de administração representa um dos principais pilares de tomada de decisão de uma empresa. Em algumas empresas, o CEO (Chief Executive Officer) e o Presidente do Conselho (Chairman) são a mesma pessoa (o que a literatura chama de Dualidade CEO-Chairman), embora suas funções sejam muito diferentes. O IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) recomenda que não haja dualidade de funções CEO-Chairman e que exista um percentual de membros independentes no conselho de administração (IBGC, 2020).

Daily e Dalton (1994) estudaram 50 pares de empresas falidas e não falidas em horizontes de três e cinco anos e descobriram que a interação da dualidade CEO/Presidente do Conselho e diretores independentes estava positivamente relacionada à falência das firmas. De Maere et al. (2014) também sugerem que a separação do presidente e do CEO pode reduzir

o risco de falência. É possível distinguir as relações entre os diretores internos e externos (independentes) no conselho de administração (Hsu & Wu, 2014).

Alguns estudos (Hsu & Wu, 2014; Salloum et al., 2013; Santen & Soppe, 2009) discutiram a influência do Conselho de Administração na falência e/ou nas dificuldades financeiras de empresas. O papel dos conselheiros independentes ou externos no conselho tem recebido atenção considerável ao longo dos anos, pois acredita-se que eles fortalecem o monitoramento do desempenho da empresa e ajudam a aumentar a diversidade.

Na pesquisa de Li et al. (2008), os conselheiros independentes mostraram-se negativamente associados à probabilidade de dificuldades financeiras. Por outro lado, Hsu e Wu (2014) descobriram que a presença de conselheiros externos é negativamente relacionada à sobrevivência da empresa e aumentam a probabilidade de falência do negócio, enquanto os conselheiros internos se saem melhor no monitoramento do conselho. Santen e Soppe (2009), em um estudo de caso na Holanda, mostraram que as firmas em dificuldades financeiras apresentam um percentual maior de conselheiros independentes. Em resumo, os estudos anteriores não chegaram a um consenso sobre se os conselheiros independentes têm um efeito positivo ou negativo sobre as dificuldades financeiras.

O efeito do tamanho do conselho foi explorado por Daily e Dalton (1994) e Jensen (1993), que sugeriram que pequenos conselhos são mais eficientes e têm menores custos de produtividade durante qualquer processo de coordenação. Esse argumento foi posteriormente apoiado por Santen e Soppe (2009). No entanto, Darrat et al. (2016) encontraram um efeito misto do tamanho do conselho: ter um conselho maior reduz o risco de falência para empresas complexas com diversos segmentos de negócios, mas não para empresas menos diversificadas ou orientadas para um mercado único. Em novas firmas de IPO (Initial Public Offerings), Chancharat et al. (2012) constataram que um conselho pequeno ou grande supera o desempenho daqueles conselhos de tamanho médio em termos de tempo de sobrevivência da empresa.

Na mesma linha de estudos, Cardoso, Peixoto e Barboza (2019) investigaram quais características do conselho de administração afetam as firmas em períodos de FD entre empresas brasileiras não financeiras, e examinaram qual modelo melhor se adapta para prever o *financial distress*. Constataram que existe uma relação não monotônica entre tamanho do conselho e FD, indicando um número ótimo de seis membros para o conselho durante os períodos de *financial distress*. Entretanto, não encontraram significância para a independência do conselho para evitar ou reduzir o *financial distress* das firmas.

Por sua vez, Bodroastuti (2009) e Manzanque et al. (2016) encontraram que a composição do conselho pode reduzir a probabilidade de FD. Segundo eles, um grande conselho pode ajudar a monitorar melhor o processo de elaboração de relatórios financeiros. Entretanto, Helena e Saifi (2018) encontraram que um grande conselho pode na verdade aumentar a possibilidade de FD.

Assim, conforme os estudos apresentados, espera-se que quando o conselho de administração segue as premissas do IBGC e da CVM, isto é, não-dualidade CEO-Chairman, independência de seus membros, profissionalização de seus membros, tais características possam reduzir a probabilidade de *financial distress* (Cardoso, Peixoto e Barboza, 2019; Jodjana et al, 2021). Com base nos estudos apresentados, elaboraram-se as seguintes hipóteses sobre composição do conselho de administração:

H2A: Espera-se relação negativa entre independência do conselho e *financial distress*;

H2B: Espera-se relação negativa entre tamanho do conselho e *financial distress*.

H2C: Espera-se relação positiva entre dualidade do CEO-Chairman e *financial distress*.

2.2.3 Controle estatal e *Financial Distress*

Entre os estudos sobre governança corporativa, há alguns que abordam a questão da propriedade estatal. As organizações estatais têm algumas particularidades e vantagens em relação às empresas privadas: não precisam cobrir totalmente as despesas de vendas e receitas; são lucrativas e possuem perdas subsidiadas; recebem fundos de bancos públicos independentemente dos riscos (Lin & Tan, 1999).

Embora usufruam das vantagens de fazer parte de uma economia planejada e raramente irem à falência, a Teoria de Agência mostra que os interesses de muitos níveis de agentes conflitam entre si dentro das empresas estatais, porque o Estado é tanto o regulador quanto o administrador. Khaw et al. (2016) constataram que as empresas controladas pelo estado estão menos dispostas a assumir riscos, o que pode levar a uma menor chance de falência. Zeitun e Gang Tian (2007) sugeriram que a propriedade do governo poderia ser usada como um indicador de provável inadimplência. No entanto, seus resultados empíricos também mostraram que a redução da propriedade do governo poderia causar a falência de algumas empresas no curto prazo.

Maximizar o valor dos benefícios para os acionistas é o objetivo final para a maioria das empresas e, portanto, uma governança corporativa adequada pode garantir que os

investidores recebam retorno sobre seu investimento (Shleifer e Vishny, 1997). Em empresas estatais onde o governo tem grandes ações concentradas, a propriedade estatal leva a problemas de corrupção e responsabilidade social. Portanto, a propriedade estatal é uma “faca de dois gumes”: vantagens e desvantagens interagem para influenciar o desempenho da empresa. São necessárias mais evidências empíricas para estabelecer a relação entre propriedade estatal e dificuldades financeiras (Shleifer & Vishny, 1997; Li, Crook, Andreeva & Tang, 2020).

Do exposto, podemos ver que, embora as pesquisas anteriores tenham examinado as relações entre as medidas de governança corporativa e dificuldades financeiras, nenhum consenso foi alcançado sobre como e se a propriedade estatal afeta a probabilidade de *financial distress* no Brasil. Diferentes países possuem diferentes sistemas regulatórios de estrutura empresarial, aumentando a complexidade da análise. Em contraste com o estudo chinês de Wang e Deng (2006) que se limita a pequenas amostras, algumas variáveis e uma análise transversal, Zeitun e Gang Tian (2007) demonstram as relações entre as medidas de governança corporativa e o risco de crise financeira, com um grande conjunto de dados de painel das empresas brasileiras cobrindo a crise financeira. Uma ampla gama de medidas de governança corporativa tomadas desde a composição do conselho, estrutura de propriedade, remuneração da administração e características pessoais é representada por 33 variáveis preditivas potenciais. O caso da China oferece uma oportunidade para abordar a questão do papel da propriedade estatal, que tem grande impacto tanto no acesso ao financiamento quanto nos conflitos potenciais dos agentes.

Com base nos estudos supracitados, chegou-se a hipótese 3 abaixo:

H3: Espera-se que se a firma tem controle estatal, ela tem menor probabilidade de *financial distress*.

Procedimentos Metodológicos

3.1 Amostra e Fonte de Dados

A população deste estudo é formada pelas empresas brasileiras listadas na B3, totalizando 377 firmas ativas. Foram analisadas as empresas que disponibilizaram dados no formulário de referência da CVM e na base Econômica, no período de 2017 a 2020 em função das . A partir desta população, coletaram-se dados das empresas mais presentes no mercado considerando-se aquelas cujas ações apresentaram índice de liquidez em bolsa

mínima de 0,1 nos anos analisados, conforme Prudêncio et al. (2021). A amostra final ficou então composta por 89 empresas. Ademais, as empresas da amostra estão distribuídas em diversos setores da atividade econômica, o que é importante em trabalhos dessa natureza (*financial distress*) para se evitar o viés setorial.

O período analisado foi de 2017 a 2020 envolvendo três anos pré-pandemia Covid-19 e o ano de instauração da pandemia no Brasil. A fonte de dados econômico-financeiros foi a base Economática e a fonte de dados de Governança Corporativa foram os Formulários de Referência da CVM (Comissão de Valores Mobiliários). O método de análise de dados envolveu regressão logística dado que a variável dependente *financial distress* é binária.

3.2 Variáveis Selecionadas na Pesquisa

A variável dependente do estudo seguiu o modelo de Zmijewski (1984) e foi baseada no cálculo do ZmScore, que tem sido amplamente usado em estudos recentes devido à sua alta capacidade de prever o *financial distress* das firmas em comparação à modelos anteriores (Richardson et al., 2015; Lee et al., 2017, Bravo-Urquiza & Moreno-Ureba, 2021).

O ZmScore de Zmijewski (1984) é calculado da seguinte forma:

$$Zm = -4,336 - 4,513 * X1 + 5,679 * X2 - 0,004 * X3$$

Onde: X1 = lucro líquido / ativo total; X2 = dívida total / ativo total; X3 = ativo circulante / passivo circulante.

Adota-se, segundo Zmijewski (1984), o seguinte critério de classificação: firmas com valor acima de 0,5 no ZmScore são classificadas como empresas em situação de *Financial Distress*, e firmas com valores Zm inferiores a 0,5 são classificadas como não financeiramente restritas. Apresentar-se-á o Quadro 1 contendo as variáveis selecionadas para a pesquisa com base em Mariano, Izadi e Pratt (2020), Li, Crook, Andreeva e Tang (2020) e Bravo-Urquiza e Moreno-Ureba (2021).

Variáveis	Métrica	Relação Esperada	Autores	Fonte de coleta
Variável Dependente				
<i>FINANCIAL DISTRESS</i> (FD)	Variável <i>dummy</i> com valor 1 (e 0, caso contrário) se a firma possui uma das seguintes condições: (a) ZmScore acima de 0,5 assumem valor 1 – são financ. restritas (b) ZmScore com valor inferior a 0,5 – são não financeiramente restritas.	Negativa	Bravo-Urquiza e Moreno-Ureba (2021); Zmijewski (1984).	Econômica
Variáveis Independentes				
BOARDINDEP	Percentual de membros independentes do conselho de administração.	Negativa	Li et al. (2008), Hsu e Wu (2014), Santen e Soppe (2009), Li et al. (2020)	CVM FR 12.5/6
CEODUALITY	Variável <i>dummy</i> igual a 1 se o CEO for também o presidente do Conselho e 0, caso contrário.	Negativa	Jodjana et al. (2021), Li et al. (2020); Mariano, Izadi & Pratt (2020)	CVM FR 12.5/6
BOARDSIZE	Número total de membros do conselho de administração	Negativa	Cardoso, Peixoto & Barbosa (2019), Mariano, Izadi & Pratt (2020); Darrat et al. (2016); Chancharat et al (2012)	CVM FR 13.2
CONC.	Concentração acionária – Percentual de ações ordinárias em poder dos 3 maiores acionistas	Negativa	Mariano, Izadi & Pratt (2020), Jodjana et al (2021)	CVM
STATE	Propriedade Estatal – Identidade do controlador estatal, quando o acionista controlador é o Estado, União ou Município ou Autarquias representativas do governo.	Negativa	Khaw et al (2016), Zeitun e Gang Tian (2007)	CVM FR??
Controle				
DESP.FIN	Despesas Financeiras	Positivo	Mariano, Izadi & Pratt (2020)	Econômica
LUC.RET.	Lucros Retidos	Positivo	Mariano, Izadi & Pratt (2020)	Econômica
ROA	Lucro líquido/Ativo Total	Positivo	Li, Crook, Andreeva & Tang (2020)	Econômica
TANG	Ativo Tangível/Ativo Total	Positivo	Li, Crook, Andreeva & Tang (2020)	Econômica
LIQCOR	Liquidez Corrente, isto é, Ativo Circulante/Passivo Circulante	Positivo	Li, Crook, Andreeva & Tang (2020)	Econômica

TURNO	Turnover dos recebíveis	(+/-)	Li, Crook, Andreeva & Tang (2020)	Economática
-------	-------------------------	-------	-----------------------------------	-------------

Quadro 1: Variáveis de Interesse na Relação entre *Financial Distress* e Governança Corporativa

Fonte: Elaborado pelos Autores

3.3. Modelos Econométricos do Estudo

Este estudo envolveu três modelos de regressão logística visando testar as hipóteses levantadas na fundamentação teórica. Foi escolhida a regressão logística dado que a variável dependente (*financial distress*) é binária e envolve a probabilidade da firma ser ou não financeiramente restrita.

O modelo 1 proposto visa identificar o impacto da concentração acionária (CONC) sobre o *financial distress* (FD). O modelo 1 serve para testar a hipótese 1 (Espera-se relação negativa entre concentração acionária e *financial distress*). Os autores que fundamentam essa hipótese são Mariano, Izadi e Pratt (2020) e Jodjana et al. (2021). Segue o modelo proposto para testar essa hipótese (as variáveis estão devidamente explicadas na Tabela 1, adotando a mesma legenda abaixo):

$$FD1 = \beta_0 + \beta_1 CONC_{it} + \beta_2 DESP.FIN_{it} + \beta_3 LUC.RET_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 TANG_{it} + \beta_6 LIQCOR_{it} + \beta_7 TURNO_{it} + \varepsilon_{it}$$

Por sua vez, o modelo 2 proposto buscou identificar o efeito de três variáveis de composição do conselho de administração sobre o *financial distress* (FD). São elas: independência do conselho de administração (BOARDINDEP), tamanho do conselho (BOARDSIZE) e dualidade do CEO (CEODUALITY). O modelo 2 testa as hipóteses 2A, 2B e 2C (**2A:** Espera-se relação negativa entre independência do conselho e *financial distress*; **2B:** Espera-se relação negativa entre tamanho do conselho e *financial distress*; **2C:** Espera-se relação positiva entre dualidade do CEO-Chairman e *financial distress*). Os autores que dão a base para essas hipóteses são: Mariano, Izadi e Pratt (2020); Li, Crook, Andreeva e Tang (2021) e Bravo-Urquiza e Moreno-Ureba (2021). Segue o modelo 2 proposto para testar as três sub-hipóteses explicadas acima (variáveis explicadas na Tabela 1):

$$FD2 = \beta_0 + \beta_1 BOARDINDEP_{it} + \beta_2 BOARDSIZE_{it} + \beta_3 CEODUALITY_{it} + \beta_4 DESP.FIN_{it} + \beta_5 LUC.RET_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 TANG_{it} + \beta_8 LIQCOR_{it} + \beta_9 TURNO_{it} + \varepsilon_{it}$$

O modelo 3 proposto identifica se o fato de a empresa ser controlada pelo governo (variável STATE) tem efeito sobre o seu nível de FD. Supõe-se que se a firma tem controle estatal, ela tem menor probabilidade de FD (hipótese H3). Os autores que fundamentam essa hipótese são Khaw et al (2016), Zeitun e Gang Tian (2007) e Li, Crook, Andreeva e Tang (2021). Segue o modelo 3 que testa a hipótese 3:

$$FD3 = \beta_0 + \beta_1 STATE_{it} + \beta_2 DESP.FIN_{it} + \beta_3 LUC.RET_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 TANG_{it} + \beta_6 LIQCOR_{it} + \beta_7 TURNO_{it} + \varepsilon_{it}$$

A explicação de cada uma das variáveis e suas respectivas métricas e sinais esperados se encontra na Tabela 1.

Análise de Resultados

A Tabela 1 apresenta a descrição das variáveis da pesquisa, contendo médias, desvio padrão, valores mínimos e máximos para cada uma delas.

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
CONC	116	24.83957	12.85914	10.04952	46.87903
BOARDINDEP	347	42.84775	18.29282	20	71.42857
BOARDSIZE	350	7.974286	1.458861	6	10
STATE	349	0.0945559	0.2930206	0	1
DESPFIN	352	1081537	1101383	106589.3	3114744
LUCRET	356	2191410	2146008	134356.7	6056934
ROA	355	4.801429	3.390487	0.0453389	9.755019
TANG	356	0.1980327	0.1743334	0.0016697	0.7217646
LIQCOR	356	1.837494	0.664352	1.064977	2.929075
TURNO	352	6.367273	3.240941	0.554424	22.57247

Tabela 1: Estatística Descritiva

Fonte: Elaborada pelos autores com base nos dados da pesquisa do Output Stata (2015)

A partir da estatística descritiva dos dados, observa-se que para a amostra investigada, em média, as firmas possuem 42,96% de membros independentes no conselho de administração; o tamanho médio do conselho é de 8 membros; e a concentração acionária média é de 24,83%. No período investigado e para as firmas da amostra, o ROA médio foi de 4,80% e a liquidez corrente foi de 1,83.

Pela análise de correlação de Pearson (Tabela 2), observa-se correlação positiva e significativa entre despesa financeira, lucros retidos, tangibilidade e tamanho da firma em relação à tamanho do conselho de administração; e correlação negativa e significativa entre concentração acionária, lucros retidos e ROA em relação à independência do conselho de administração. A análise de multicolinearidade apresentou médias inferiores a 10 no teste VIF para todas as variáveis, sendo que todas as variáveis foram mantidas nos modelos finais.

	CONC	BOARDI~P	BOARDS~E	STATE	DESPFIN	LUCRET	ROA	TANG	LIQCOR	TURNO
CONC	1.0000									
BOARDINDEP	-0.1763	1.0000								
BOARDSIZE	0.0484	0.0488	1.0000							
STATE	0.0374	0.0497	0.2050*	1.0000						
DESPFIN	0.0041	0.0906	0.4440*	0.1556*	1.0000					
LUCRET	-0.0313	-0.1881*	0.1949*	0.3427*	0.3060*	1.0000				
ROA	0.0242	-0.1863*	-0.1520*	-0.0069	-0.3230*	0.2597*	1.0000			
TANG	0.0620	0.0014	0.1069*	-0.0479	0.1859*	-0.0635	-0.1276*	1.0000		
LIQCOR	-0.1083	-0.0658	-0.2641*	-0.2377*	-0.3512*	-0.1331*	0.1455*	-0.2715*	1.0000	
TURNO	0.2256*	-0.0096	0.2424*	-0.0309	0.4107*	-0.1210*	-0.2321*	0.2850*	-0.2621*	1.0000

Nota: * Correlação significativa ao nível de 5%; CONC = Concentração acionária; BOARDINDEP = Dummy para presença de conselheiros independentes; BOARDSIZE = tamanho do conselho *de administração*; STATE = Propriedade Estatal; DESPFIN = Despesa Financeira; LUCRET = Lucro Retido; ROA = Retorno sobre o Ativo; TANG = Relação do Ativo Tangível pelo Ativo Total; LIQCOR = Liquidez Corrente; TURNO = Turnover dos Recebíveis;

Tabela 2: Correlação de Pearson entre as variáveis da pesquisa

Fonte: Elaborada pelos autores com base nos dados da pesquisa do Output Stata (2015)

Antes de proceder à análise de regressão, verificou-se como se dá a distribuição do *financial distress* por setor NAICS do Econômica. Percebeu-se por exemplo, que os setores que apresentaram FD por dois anos consecutivos segundo o critério do ZmScore foram: Abatedouros, Construção de edifícios residenciais e transporte aéreo regular, dentre outros menos significativos. Por sua vez, notou-se também que os setores que mostraram não ter restrições financeiras por dois anos consecutivos, segundo o critério ZmScore foram principalmente: Construção e edifícios residenciais; Geração, transmissão e distribuição de energia elétrica; Locadora de imóveis; Loja de departamentos e Transformação de aço. Ressalta-se que tal análise ficou um pouco prejudicada pela amostra do estudo (89 empresas) e se fosse utilizada uma amostra maior, a análise poderia ser realizada de forma mais minuciosa. Neste estudo, houveram 14 empresas classificadas pelo critério ZmScore como empresas em situação de *financial distress* e 75 empresas classificadas como empresas não financeiramente restritas no horizonte investigado (2017 a 2020).

Variáveis independentes	MODELO (1)	MODELO (2)	MODELO (3)
CONC	0,0230564 (0,0172647)		
BOARDINDEP		0,0066206 (0,0067033)	
BOARDSIZE		0,1084781 (0,0937017)	
CEODUALITY		-0,5649867** (0,2590793)	
STATE			-1,418361*** (0,4760687)
DESPFIN	-0,000000351 (0,000000233)	-0,0000000355 (0,000000145)	-0,0000000131 (0,000000135)
LUCRET	-0,000000183 (0,000000111)	-0,0000157** (0,000000677)	-0,000000111* (0,000000645)
ROA	-0,0894994 (0,0676056)	-0,0268535 (0,0394302)	-0,0452903 (0,0384221)
TANG	-3,702748*** (1,57842)	-2,151142*** (0,7731973)	-2,256895*** (0,7464205)
LIQCOR	0,0966435 (0,3503573)	0,0587917 (0,1983227)	-0,1077862 (0,1959823)
TURN0	-0,0158838 (0,0712691)	0,0053137 (0,0431517)	0,0158535 (0,0415814)
Constante	1,053946 (1,024406)	-0,0576873 (1,017151)	1,234612 (0,5817456)
R ²	0,1409	0,0653	0,0668
Observações	115	329	341
Teste Breusch e Pagan	0,0000	0,0000	0,0000
Teste de Chow	0,0061	0,0000	0,0000
Teste Hausman	0,0770	0,3686	0,4691
Teste de Wooldridge	0,2749	0,4542	0,3978
Teste de Wald	0,0000	0,0000	0,0000

Nota: *significância ao nível de 1%; **significância ao nível de 5%; ***significância ao nível de 10%.

As regressões do Modelo (1), Modelo (2) e Modelo (3) foram estimadas por meio do método de regressão logística.

Tabela 3: Modelos estimados entre os mecanismos de Governança Corporativa e Financial Distress

Fonte: Elaborada pelos autores com base nos dados da pesquisa do Output Stata (2015)

Os resultados da Tabela 3 mostram que para o Modelo 1, a hipótese 1 (“Espera-se relação negativa entre concentração acionária e *financial distress*”) não foi corroborada, dado que não houve significância para a variável concentração acionária. Quanto às variáveis de controle, encontrou-se relação negativa entre lucros retidos e tangibilidade dos ativos com *financial distress*, o que corrobora os estudos de Mariano, Izadi e Pratt (2020) para LucRet e de Li, Crook, Andreeva e Tang (2020) para TANG. Sabe-se que numa empresa, os lucros retidos servem para garantir a expansão dos negócios da firma, sendo a parcela do lucro total que não é repassada aos acionistas, mas que permanece na firma para investimentos, logo já era esperada uma relação negativa dessa variável com *financial distress*. Por sua vez, quanto maior a tangibilidade dos ativos da firma, significa que a empresa possui mais ativos para serem usados como garantia, e conseguem obter financiamentos a custos menores, tendendo a endividar-se mais; logo também se espera uma relação negativa entre TANG e FD (Li et al., 2020).

Os resultados da Tabela 4, Modelo 2 apresentam uma relação negativa entre a variável CEO Duality e FD, o que indica que quando o CEO e o Chairman são a mesma pessoa _ apesar de ser uma situação negativa em termos de qualidade da governança _ essa pessoa tem maior poder de barganha e maior poder de negociação para influenciar a equipe gestora e a equipe de conselheiros da firma, o que tenderia a elevar seu poder de contrair dívidas e empréstimos, reduzindo o nível de *financial distress* da firma, conforme o Li, Crook, Andreeva e Tang (2021). No que tange às hipóteses 2A, 2B e 2C, as duas primeiras não foram corroboradas pelos resultados, dado que não houve relação significativa entre independência do conselho e FD e nem entre tamanho do conselho e FD. Para H2C (“Espera-se relação positiva entre dualidade do CEO e FD”), encontrou-se o oposto ao esperado. Ressalta-se que a literatura é duvidosa a esse respeito. Mariano, Izad e Pratt (2020) não encontraram relação significativa para dualidade do CEO e FD e Cardoso, Peixoto e Barboza (2019) também não encontraram relação significativa para Não-Dualidade do CEO e FD. Cardoso, Peixoto e Barbosa (2019) também não constataram a relação esperada para independência do conselho, tendo comprovado sua hipótese para tamanho do conselho e FD. No que se refere às variáveis de controle: lucros retidos e tangibilidade, foram encontradas no Modelo 2 as mesmas relações do Modelo 1, isto é, relações negativas com FD, que eram esperadas na literatura, conforme explicado anteriormente.

Quanto ao Modelo 3 do estudo, ele conseguiu corroborar a hipótese 3 (“Espera-se que se a firma tem controle estatal, ela tem menor probabilidade de *financial distress*”), pois foi encontrada uma relação negativa da variável STATE com FD, corroborando os autores Khaw

et al. (2016) e Li, Crook, Andreeva e Tang (2021). Este resultado pode indicar que o governo tem fornecido recursos abundantes para apoiar as empresas e as mesmas não sofreram de restrições no período e situação investigada (considerando a amostra de 89 empresas com maior liquidez em bolsa da B3). O Modelo 3 também trouxe as variáveis lucros retidos e tangibilidade apresentando relações negativas com *financial distress*, conforme comentado anteriormente.

Considerações Finais

Esta pesquisa buscou investigar o efeito dos mecanismos concentração acionária, composição do conselho e propriedade estatal sobre o nível de *financial distress* de empresas brasileiras, no período de 2017 a 2020. O método adotado foi a regressão logística e a *proxy* para *financial distress* foi baseada na pontuação ZmScore de Zmijewski (1984).

Os principais resultados encontrados no estudo foram: (1) a comprovação da hipótese H3 (firmas com controle estatal apresentam menor chance de ter *financial distress*), corroborando Li, Crook, Andreeva e Tang (2021); (2) firmas em que o CEO e o Chairman são a mesma pessoa reduzem a probabilidade de *financial distress*; isto é, quando só uma pessoa assume as duas cadeiras, essa pessoa teria maior poder de negociação para influenciar a equipe gestora e o conselho, talvez possibilitando maior acesso a recursos externos e menor nível de restrição financeira; (3) relação negativa entre lucros retidos e FD; (4) relação negativa entre tangibilidade dos ativos e FD.

O estudo contribui com a literatura de governança corporativa e de *Financial Distress* ao identificar medidas de governança no Brasil que são significativamente ligadas à restrição financeira, tratando de assuntos como monitoramento efetivo, prosperidade dos negócios e prevenção de *financial distress*, o que pode trazer importantes implicações para a estabilidade financeira das organizações. Esse estudo pode ser útil para credores para prevenir perdas, assim como para sócios e gestores para promoverem melhorias na administração do caixa. O estudo também pode ser útil para investidores e reguladores que buscam supervisionar as firmas de capital aberto com relação à sua estrutura de governança e de gestão financeira.

Entre as contribuições sociais deste estudo estão a evidenciação de princípios de Governança Corporativa e Restrição Financeira a fim de demonstrar as reais vantagens e desvantagens aos investidores e a sociedade interessada. As empresas que apresentarem melhores índices de GC e FD podem ser mais confiáveis ao aporte financeiro, o que poderia contribuir para o desenvolvimento econômico do país em que se encontram.

Referências

- Abdullah, A. and Nahar, S. (2006), "Board structure and ownership in Malaysia: the case of distressed listed companies", *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*. <https://doi.org/10.1108/14720700610706072>
- Akbar, S., Poletti, J., El-Faitouri, R., & Shah, S. Z. A. (2016). More on the relationship between corporate governance and firm performance in the UK: Evidence from the application of generalized method of moments estimation. *Research in International Business and Finance*, 38, 417-429. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.03.009>
- Alabede, J.O. (2016), "Effect of board diversity on corporate governance structure and operating performance: evidence from the UK listed firms", *Asian Journal of Accounting and Governance*, Vol. 7, pp. 67-80. <https://doi.org/10.17576/Ajag-2016-07-06>
- Almeida, H. & Campello, M. (2007). Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment. *The Review of Financial Studies*, 20(5):1429–1460. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhm019>
- Almeida, H., Campello, M. and Weisbach, M.S. (2004), "The cash flow sensitivity of cash", *The Journal of Finance*, Vol. 59 No. 4, pp. 1777-1804, available at: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00679.x>
- Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, v. 23, n. 4, p. 589-609. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1968.tb00843.x>
- Amendola, A., Restaino, M. and Sensini, L. (2015), "An analysis of the determinants of financial distress in Italy: a competing risks approach", *International Review of Economics and Finance*, Vol. 37, pp. 33-41, available at: <https://doi.org/10.1016/j.iref.2014.10.012>
- Argenti, J., 1976. *Corporate Collapse: The Causes and Symptoms*. McGraw-Hill, London.
- Asquith, P., Gertner, R. and Scharfstein, D. (1994), "Anatomy of financial distress : an examination of junk-bond issuers", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 109 No. 3, pp. 625-658. <https://doi.org/10.2307/2118416>
- Beaver, W. H. (1966). Financial ratios as predictors of failure. *Journal of Accounting Research*, 4: 71-111. <https://doi.org/10.2307/2490171>
- Bodroastuti, T. (2009). Influence of Corporate Governance Structure to Financial Distress. *Journal of Economic Science ASET*, 11 (2). <https://doi.org/10.18502 / kss.v5i8.9383>
- Butt, S. A. and Hasan, A. (2009). Impact of ownership structure and corporate governance on capital structure of Pakistani listed companies. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v4n2p50>
- Cardoso, G. F., Peixoto, F.M., & Barboza, F. (2019). " [Estrutura do conselho e dificuldades financeiras em empresas brasileiras](https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2019.00679.x) ", [International Journal of Managerial Finance](https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2019.00679.x) ,

- Emerald Group Publishing, vol. 15 (5), páginas 813-828. doi.org/10.1108/IJMF-12-2017-0283
- Chancharat, N., Krishnamurti, C., Tian, G., (2012). Board structure and survival of new economy IPO firms. *Corporate Governance: An International Review*, 20 (2), 144-163. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1467-8683.2011.00906.x>
- Chaganti, R. S., Mahajan, V. and Sharma, S. (1985). Corporate board size, composition and corporate failures in retailing industry [1]. *Journal of Management Studies*. 22(4), pp. 400-417. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.1985.tb00005.x>
- Chen, S., Härdle, W. and Moro, R. (2011). Modeling default risk with support vector machines. *Quantitative Finance*. 11(1), pp. 135-154.
- Core, J.E., Holthausen, R.W. and Larcker, D.F. (1999), “Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 51 No. 3, pp. 371-406. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00058-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00058-0)
- Daily, C.M. and Dalton, D.R. (1994), “Bankruptcy and corporate governance: the impact of board composition and structure”, *Academy of Management Journal*, Vol. 37, pp. 1603-1617. <https://doi.org/10.2307/256801>
- Darrat, A.F., Gray, S., Park, J.C. and Wu, Y. (2016), “Corporate governance and bankruptcy risk”, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol. 31 No. 2, pp. 163-202. <https://doi.org/10.1177/0148558X14560898>
- Demarzo, P. M., Fishman, M. J., He, Z. & Wang, N. (2012). Dynamic agency and the q theory of investment. *Journal of Finance* 67(6): 2295-2340. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01787.x>
- Dowell, G.W.S., Shackell, M.B., Stuart, N.V., (2011). Boards, CEOs, and surviving a financial crisis: evidence from the internet shakeout. *Strateg. Manage. J.* 32, 1025–1045. <https://doi.org/10.1002/smj.923>.
- Dumont, G.; Schmit, M. Tier-1 MFIs’ (2014). Financial performance: Cash-flow statement analysis version 2.0. Working Paper. In: Research Institute in Management Sciences, v. 1413, n. 54, p. 1-36,. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2020v17n44p17>
- Edwards, A.S., Schwab, C. and Shevlin, T.J. (2016), “Financial constraints and the incentive for tax planning”, *The Accounting Review*, Vol. 31 No. 2, pp. 163-202, available at: <https://doi.org/10.2139/ssrn.2163766>
- Elloumi, F. and Gueyie, J.P. (2001), “Financial distress and corporate governance: an empirical analysis”, *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, Vol. 1No. 1.
- Francis, B., Hasan, I., Song, L. & Waisman, M. (2013). Corporate governance and investment-cash flow sensitivity: evidence from emerging markets. *Emerging Markets Review* 15: 57-71. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2012.08.002>

- 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. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2017.06.004>
- Helena, S., & Saifi, M. (2018). Pengaruh Corporate Governance Terhadap Financial Distress. *Universitas Brawijaya Malang*, 47(1), 103-112. <https://doi.org/10.443/05180708>
- Hodgson, A., Lhaopadchan, S. and Buakes, S. (2011), “How informative is the Thai corporate governance index? A financial approach”, *International Journal of Accounting and Information Management*, Vol. 19 No. 1, pp. 53-79. <https://doi.org/10.1108 / 18347641111105935>
- Horta, R. A. M.; Alves, F. J. D. S.; Carvalho, F. (2014) Seleção de atributos na previsão de insolvência: aplicação e avaliação usando dados brasileiros recentes. *Revista de Administração Mackenzie*, v. 15, n. 1, p. 125-151,
- Hsu, H.-H., Wu, C.Y.-H., (2014). Board composition, grey directors and corporate failure in the UK. *Br. Account. Rev.* 46 (3), 215–227. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2013.12.002>
- IBGE Notícias (2020). Pandemia foi responsável pelo fechamento de 4 em cada 10 empresas com atividades encerradas. Acesso em: 25 de janeiro de 2023. Disponível em: <https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-noticias/2012-agencia-de-noticias/noticias/28295-pandemia-foi-responsavel-pelo-fechamento-de-4-em-cada-10-empresas-com-atividades-encerradas>
- Jensen, M. C. and Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*. 3(4), pp. 305-360. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2013.12.002>
- Jensen, M.C. (1993), “The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems”, *The Journal of Finance*, Vol. 48 No. 3, pp. 831-880. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>
- Jodjana, J.J., Nathaniel, S., Rinaningsih, R., Pranoto, T. (2021) [The Effect of Board and Ownership Structure on the Possibility of Financial Distress](#) - *Journal of Accounting and Investment*, *Journal of Accounting and Investment*, 22(3), 602-624. DOI: 10.18196/jai.v22i3.12659
- Johnson, S., Boone, P., Breach, A., & Friedman, E. (2000). Corporate governance in the Asian Financial Crisis. *Journal of Financial Economics*, 58(1/2), 141–186. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00069-6](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00069-6)
- Khaw, K.L.-H., Liao, J., Tripe, D., Wongchoti, U., (2016). Gender diversity, state control, and corporate risk-taking: evidence from China. *Pac. Basin Financ. J.* 39141–39158. <https://doi.org/10.1016 / j.pacfin.2016.06.002>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1/2), 3–27. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9)

- Lee, T.S. and Yeh, Y.H. (2004), “Corporate governance and financial distress: evidence from Taiwan”, *Corporate Governance*, Vol. 12No. 3, pp. 378-388. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2004.00379.x>
- Lee, J.E., Glasscock, R., Park, M.S., 2017. Does the ability of operating cash flows to measure firm performance improve during periods of financial distress? *Account. Horiz.* 31, 23–35. <https://doi.org/10.2308/acch-51594>.
- Li, Z., Crook, J., Andreeva, G. (2020). Predicting the risk of financial distress using corporate governance measures. *Pacific-Basin Finance Journal*, <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2020.101334>
- Li, h. X., Wang, Z.J. and Deng, X.L. (2008), “Ownership, independent directors, agency costs and financial distress: evidence from Chinese listed companies”, *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, Vol. 8No. 5. <https://doi.org/10.1108/14720700810913287>
- Lin, J.Y.F., Tan, G.F., (1999). Policy burdens, accountability, and the soft budget constraint. *Am. Econ. Rev.* 89 (2), 426–431. <https://doi.org/10.1257/aer.89.2.426>
- López-Gutiérrez, C., Sanfilippo-Azofra, S. and Torre-Olmo, B. (2015), “Investment decisions of companies in financial distress”, *BRQ Business Research Quarterly*, Vol. 18 No. 3, pp. 174-187, available at: <https://doi.org/10.1016/j.brq.2014.09.001>
- Luqman, R., Ul Hassan, M., Tabasum, S., Khakwani, M.S. and Irshad, S. (2018), “Probability of financial distress and proposed adoption of corporate governance structures: evidence from Pakistan”, *Cogent Business & Management*, Vol. 5, pp. 1-14. <https://doi.org/10.1080/23311975.2018.1492869>
- Manzaneque, M.; Merino, E.; Priego, A.M. (2016). The role of institutional shareholders as owners and directors and the financial distress likelihood. evidence from a concentrated ownership context. *European Management Journal*, Vol. 34 No. 4, pp. 439-451. Available at: <https://doi.org/10.1016/j.emj.2016.01.007>.
- Manzaneque, M., Priego, A., Merino, E., (2016). Corporate governance effect on financial distress likelihood: evidence from Spain. *Revista de Contabilidad- Spanish Account. Rev.* 19 (1), 111–121. <https://doi.org/10.1016/j.rcsar.2015.04.001>.
- Mariano, S., Izadi, J., Pratt, M., (2021). Can we predict the likelihood of financial distress in companies from their corporate governance and borrowing? *International Journal of Accounting & Information Management* Vol. 29 No. 2, 2021 pp. 305-323. doi 10.1108/IJAIM-08-2020-0130.
- Martinez, A. L.; Silva, R. (2018). Restrição financeira e agressividade fiscal nas empresas brasileiras de capital aberto. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, v.11, n.3, p. 448 - 463. <http://dx.doi.org/10.14392/asaa.2018110305>
- Migliani, S., Ahmed, K. and Henry, D. (2015), “Voluntary corporate governance structure and financial distress: evidence from Australia”, *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, Vol. 11 No. 1, pp. 18-30. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2014.12.005>

- Murhadi, W.R., Tanugara, F. and Sutejo, B.S. (2018), “The influence of good corporate governance (GCG) on financial distress”, In 15th International Symposium on Management (INSYMA 2018), Atlantis Press. <https://doi.org/10.2991/insyma-18.2018.19>
- Pindado, J., Rodrigues, L. and de la Torre, C. (2008), “Estimating financial distress likelihood”, *Journal of Business Research*, Vol. 61 No. 9, pp. 995-1003, available at: <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2007.10.006>
- Rechden, Claudio N.; Miller, Kalina B. (2015). Company in distress? Directors needn't be mitigating risks at the Board. The World Bank. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2020v17n44p17>
- Reddy, K., Locke, S. and Scrimgeour, F. (2010), “The efficacy of principle-based corporate governance practices and firm financial performance: an empirical investigation”, *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 6 No. 3, pp. 190-219. <https://doi.org/10.1108/17439131011056224>
- Richardson, G., Lanis, R., Taylor, G. (2015). Financial distress, outside directors and corporate tax aggressiveness spanning the global financial crisis: an empirical analysis. *J. Bank. Financ.* 52, 112–129. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.11.013>.
- Salloum, C., Azoury, N., Azzi, T., 2013. Board of directors’ effects on financial distress evidence of family owned businesses in Lebanon. *Int. Entrep. Manag. J.* 9 (1), 59–75. <https://doi.org/10.1007/s11365-011-0209-9>
- Santen, B., Soppe, A., (2009). NED characteristics, board structure and management turnover in the Netherlands in times of financial distress: a theoretical and empirical survey. *Corp. Ownersh. Control.* 7 (1), 17. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2020.101334>
- Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, v.52(2), 737-833. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Sudarsanam, S. and Lai, J. (2001), “Corporate financial distress and turnaround strategies: an empirical analysis”, *British Journal of Management*, Vol. 12 No. 1, p. 183. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.00193>
- Udin, S., Arshad, M., Javid, A.J., (2017). The effects of ownership structure on likelihood of financial distress: an empirical evidence. *Corp. Gov. Int. J. Bus. Soc.* 17 (4), 589–612. <https://doi.org/10.1108/cg-03-2016-0067>.
- Urquiza, F. B., Ureba, E. M., (2021). Does compliance with corporate governance codes help to mitigate financial distress?, *Research in International Business and Finance*, Vol. 55 <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2020.101344>
- Younas, N., UdDin, S., Awan, T., & Khan, M. Y. (2021). Corporate governance and financial distress: Asian emerging market perspective. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 21(4), 702–715. <https://doi.org/10.1108/cg-04-2020-0119>

- Wang, K., & Shailer, G. (2015). Ownership concentration and firm performance in emerging markets: A meta-analysis. *Journal of Economic Surveys*, 29(2), 199–229. <https://doi.org/10.1111/joes.12048>
- Wang, Z.-J., Deng, X.-L., 2006. Corporate governance and financial distress: evidence from Chinese listed companies. *Chin. Econ.* 39 (5), 5–27. <https://doi.org/10.2753/CES1097-1475390501>
- Whitaker, R. B. (1999). The early stages of financial distress. *Journal of Economics and Finance*, v. 23, n. 2, p. 123-133. DOI: <https://doi.org/10.1007/BF02745946>
- Wruck, K. H. (1990). Financial distress, reorganization, and organizational efficiency. *Journal of Financial Economics*, v. 27, n. 1, p. 419-444. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90063-6](https://doi.org/10.1016/0304-405X(90)90063-6).
- Zeitun, R., Gang Tian, G., (2007). Does ownership affect a firm's performance and default risk in Jordan? *Corpor. Governance: The International Journal of Business in Society*, 7 (1), 66–82. <http://dx.doi.org/10.1108/14720700710727122>
- Zmijewski, M.E., 1984. Methodological issues related to the estimation of financial distress prediction models. *J. Account. Res.* 22, 59–82. <https://doi.org/10.2307/2490859>.

Submetido em: 01.02.2023

Aceito em: 02.03.2023