

## **O impacto do Ciclo de Vida na relação entre Governança Corporativa e o Custo de Capital das Organizações**

### **The impact of the Life Cycle on the relationship between Corporate Governance and Organizations' Cost of Capital**

Alice Carolina Ames <sup>1</sup>  
Universidade Regional de Blumenau - FURB  
aliceames@hotmail.com

Nelson Hein <sup>1</sup>  
Universidade Regional de Blumenau - FURB  
hein@furb.br

**Resumo:** Este estudo analisa a influência do ciclo de vida na relação entre a governança corporativa e o custo de capital. Para tanto, realizou-se uma pesquisa descritiva, archival e quantitativa, compreendeu-se, como população do estudo todas as empresas brasileiras listadas na Brasil, Bolsa, Balcão [B]3, do período de 2015 a 2018. Os resultados da pesquisa apontaram que há uma relação entre o estágio do ciclo de vida da organização e o custo de capital implícito. Dessa forma, empresas que estão em seus estágios iniciais investem mais em mecanismos de governança corporativa e, por buscarem um lugar no mercado, incorrem em mais gastos, obtendo um custo de capital mais elevado. Entretanto, evidenciou-se que o investimento em governança corporativa tende a ser atenuado no estágio de maturidade, esse fator pode estar atrelado à justificativa de que, por as empresas estarem mais equilibradas financeiramente quanto às condutas internas, tenha-se um menor investimento adicional em governança corporativa. Por outro lado, questões do cenário econômico também podem afetar o custo de capital das empresas, dadas as oscilações do país analisado. Estas evidências contribuem para a literatura que se refere à governança corporativa e ao entendimento da distinção entre níveis de governança corporativa dependendo do estágio do ciclo de vida. Ademais, apenas no estágio de nascimento evidenciou-se uma relação positiva com o custo de capital implícito, ou seja, nesse estágio as organizações tendem a

---

<sup>1</sup>Universidade Regional de Blumenau — Antônio Veiga – Itoupava Seca – CEP 89030-903 – Blumenau (SC) – Brasil  
Este é um artigo de acesso aberto, licenciado por Creative Commons Atribuição 4.0 Internacional (CC BY 4.0), sendo permitidas reprodução, adaptação e distribuição desde que o autor e a fonte originais sejam creditados.

## O impacto do Ciclo de Vida na relação entre Governança Corporativa e o Custo de Capital das Organizações

---

potencializar investimentos em governança e exigem um aumento no custo do capital. Assim, alinhado com estudos anteriores, verificou-se que os regimes de governança podem mudar com o decorrer do tempo.

**Palavras-chave** – Governança Corporativa; Ciclo de Vida; Custo de Capital.

**Abstract:** This study analyzes the influence of the life cycle on the relationship between corporate governance and the cost of capital. To this end, a descriptive, archival and quantitative research was carried out, comprising, as the study population, all Brazilian companies listed on Brasil, Bolsa, Balcão [B]3, from the period 2015 to 2018. The results of the research showed that there is a relationship between the stage of the organization's life cycle and the implicit cost of capital. Therefore, companies that are in their initial stages invest more in corporate governance mechanisms and, as they seek a place in the market, incur more expenses, obtaining a higher cost of capital. However, it was evident that investment in corporate governance tends to be attenuated in the maturity stage, this factor may be linked to the justification that, as companies are more financially balanced in terms of internal conduct, there is less additional investment in corporate governance. On the other hand, issues in the economic scenario can also affect the cost of capital of companies, given the fluctuations in the country analyzed. This evidence contributes to the literature regarding corporate governance and the understanding of the distinction between levels of corporate governance depending on the stage of the life cycle. Furthermore, only at the birth stage was there a positive relationship with the implicit cost of capital, that is, at this stage organizations tend to increase investments in governance and demand an increase in the cost of capital. Thus, in line with previous studies, it was found that governance regimes can change over time.

**Keywords** – Corporate Governance; Life cycle; Cost of Capital.

### Introdução

O A partir da discussão sobre o impacto da governança corporativa nas organizações, denota-se que ela influencia as empresas em diversos aspectos estruturais. Ao olhar especificamente para o setor financeiro, conforme Almeida e Dalmácio (2015) uma governança corporativa forte é capaz de melhorar o processo de relatórios financeiros, bem como o aumento da qualidade das previsões dos analistas. Com base nisso, é possível salientar que as empresas que investem nisso, deixam “mais forte” a governança corporativa e tendem a atrair mais atenção de investidores, haja vista os benefícios que eles trazem. É

## **O impacto do Ciclo de Vida na relação entre Governança Corporativa e o Custo de Capital das Organizações**

---

importante ressaltar, nesse sentido, que ao se falar em governança corporativa, fala-se ao conjunto de mecanismos os quais fazem parte desse todo. Logo, conforme Rogers, Securato e Ribeiro (2007) um desses benefícios de uma boa governança corporativa pode estar atrelado ao menor custo de capital e ao maior retorno do investimento.

Pode-se salientar que as melhores estruturas corporativas beneficiam empresas que, além dos pontos mencionados também levam ao menor custo de capital, bem como ao maior acesso a financiamentos, melhor desempenho e um melhor tratamento às partes interessadas (Claessens & Yurtoglu, 2012). Por isso, a governança corporativa pode ser identificada dependendo das estratégias corporativas da organização. Por exemplo, conforme Esqueda e O'Connor (2020) pode ser que haja um nível ótimo de governança corporativa para cada estágio do ciclo de vida de uma empresa.

Como se nota, a governança corporativa atua por meio de mecanismos, sendo que, quando esses são inadequados ou ausentes, investidores externos podem optar por investir em outras empresas que apresentem estruturas de governança corporativa que sejam capazes de garantir a riqueza dos mesmos (Puni & Anlesinya, 2020). Dessa forma, a governança corporativa pode ser vista, também, como um mecanismo de segurança. Entretanto, de acordo com Esqueda e O'Connor (2020), para que se tenha um nível ótimo de governança, para cada estágio do ciclo de vida de uma organização, é necessária a importância da evidência dos mecanismos de governança corporativa em uma estrutura.

Ademais, outros fatores devem ser destacados, como por exemplo, o cenário que está sendo analisado, levando em consideração as políticas de países distintos e a proteção aos acionistas. Dependendo do cenário, a concorrência de mercado e a governança podem contribuir para reduzir custos de agência e melhorar o fluxo e qualidade das informações privadas ao mercado, ao se olhar especificamente para o impacto aos analistas (Almeida & Dalmácio, 2015).

Dessa forma, com um maior acompanhamento de analistas, com a cobertura de imprensa e com as divulgações voluntárias, tem-se uma redução na assimetria da informação e observa-se que o custo de capital das empresas varia conforme o estágio de vida e, assim, o custo de capital sofre o impacto da governança corporativa (Hasan, Hossain & Habib 2015). Evidencia-se que ao se falar sobre assimetria da

## **O impacto do Ciclo de Vida na relação entre Governança Corporativa e o Custo de Capital das Organizações**

---

informação, neste caso, refere-se ao enfraquecimento dos mecanismos de governança que, conseqüentemente, impactarão em uma governança mais fraca. Com efeito, é importante salientar que o custo de capital alude a estimar o retorno das ações de determinada empresa, sendo essencial analisar a compensação entre risco e retorno (Hou, Dijk & Zhang, 2012). Em vista disso, esse retorno esperado acerca do que é investido nas empresas torna-se relevante também para a análise do orçamento da organização, o que, conseqüentemente, impacta na tomada de decisões corporativas.

Por meio da análise das empresas, mais especificamente pela variabilidade de recursos disponíveis e pelas vantagens competitivas em relação ao ciclo de vida, conforme Hasan et al. (2015) a demanda dos investidores por um prêmio pelo risco pode mudar em relação ao estágio do ciclo de vida que a empresa se classifica. Logo, tanto o ciclo de vida, como o custo de capital e os mecanismos de governança corporativa, podem ser fatores que impactem na decisão de investidores. Com isso, destaca-se que a governança corporativa que Sanyaolu e Isiaka (2020) têm como uma das principais funções a fim de decidir sobre o levantamento de capital incremental para a entidade, o que cabe analisar as alternativas para o levantamento de capital, considerando todos os pontos positivos e negativos.

Ao se discutir sobre os estágios do ciclo de vida, conforme Costa et al. (2017), os estudos buscam investigar alterações e mudanças ao longo do tempo. Em consonância com Dickinson (2011), o ciclo de vida da empresa pode ser evidenciado de forma cíclica, em que se busca manter a empresa no estágio de crescimento e de maturidade, justamente porque, nesses estágios, a estrutura, que se faz menção, é otimizada quanto ao risco e ao retorno. Para a autora, o ciclo de vida pode ser classificado em nascimento, crescimento, maturidade, turbulência e declínio, sendo calculados por meio de padrões dos fluxos de caixa.

Diante do exposto, há a seguinte pergunta de pesquisa: qual a influência do ciclo de vida na relação entre a governança corporativa e o custo de capital? Dessa forma, o objetivo é analisar a influência do ciclo de vida na relação entre a governança corporativa e o custo de capital. Levando em consideração, principalmente, o cenário analisado, dado que no Brasil a presença de acionistas controladores influencia diretamente na governança corporativa, tanto no que tange aos conselheiros quanto aos executivos (Almeida & Dalmácio, 2015). Portanto, apresenta-se como um cenário importante de pesquisa, ao se olhar

## **O impacto do Ciclo de Vida na relação entre Governança Corporativa e o Custo de Capital das Organizações**

---

para o impacto do estágio do ciclo de vida da organização no que se refere à utilização de mecanismos de governança e ao custo do capital.

Justifica-se o desenvolvimento deste estudo, no cenário brasileiro, porque se tem o fato da redução de acesso ao capital de terceiros, mais especificamente a longo prazo, e à governança corporativa nesse meio. Apesar da redução do custo de capital, aumenta a captação de recursos para investimento e suaviza o problema de financiamento de capital (Fonseca & Silveira, 2016). Ademais, ao citar a teoria do ciclo de vida corporativo, ainda se desconhece a análise de como os acionistas interpretam cada estágio do ciclo de vida das empresas, no que tange ao risco e como o prêmio de risco das ações se comporta (Shah, Khan & Afraz, 2018). Assim, trazer novos insights e evidências a investidores, a acionistas e a gestores é de suma importância, principalmente, ao olhar para o estágio e o quanto isso pode variar no custo de capital.

A relevância do estudo se pauta na importância da análise do ciclo de vida quanto às decisões corporativas, em que, conforme Hasan et al. (2015) o ciclo de vida das empresas impacta na gestão e, principalmente, na forma de gerir o negócio. Além disso, a análise da governança corporativa nesse meio se destaca pelo fato de que os mecanismos de governança corporativa não necessariamente impactem diretamente o desempenho financeiro das empresas, uma vez que pode haver variáveis que moderem ou medeiam essa relação (Puni & Anlesinya, 2020). Por meio disso, o estudo busca trazer novas evidências para o âmbito do conhecimento no que se refere ao impacto dos mecanismos de governança corporativa.

Ademais, o modelo de classificação dos estágios de ciclo de vida das empresas, adotado nessa pesquisa, parte do estudo de Dickinson (2011) em que a classificação valida padrões de fluxo de caixa para identificar o estágio do ciclo de vida. De acordo com a autora, esse modelo pode estar usado para entender como os fundamentos econômicos podem afetar o nível e as propriedades de lucratividade da empresa. Também, é possível analisar taxas de crescimento, fatores de risco e como uma variável de controle que se refere especificamente a características específicas da empresa. Desse modo, o estudo, por analisar a influência do estágio do ciclo de vida na relação entre governança corporativa e custo de capital, visa analisar se, dependendo do estágio, essa relação pode ser atenuada ou potencializada.

## **O impacto do Ciclo de Vida na relação entre Governança Corporativa e o Custo de Capital das Organizações**

---

Este estudo tem importantes implicações quanto ao desenvolvimento do mercado de capitais de países emergentes, dado que o Brasil por se caracterizar como um, apresenta peculiaridades que devem ser analisadas quanto à governança corporativa e à maior representatividade de ciclo de vida nesse cenário. Dado que é de relevante importância a investidores e a formuladores de políticas que se atentem ao impacto de mecanismos de governança que possam aumentar ou reduzir o custo de capital das empresas, conforme o ciclo de vida analisado.

Dessa forma, o estudo traz significativas reflexões sobre as temáticas, sendo possível observar que no cenário brasileiro, há mais evidência de mecanismos de governança corporativa nos estágios de nascimento e declínio, o que faz refletir sobre a estratégia corporativa das organizações em buscar inicialmente mais visibilidade no mercado, tanto no início das atividades quanto ao passarem por dificuldades em honrar com seus compromissos. A consequência desses acontecimentos se reflete no custo de capital, dado que ele inicia alto e apenas no estágio de turbulência e declínio busca um fôlego para manter as atividades.

### **Referencial Teórico**

#### **Governança corporativa e custo total de capital**

Na literatura, o estudo do ciclo de vida das empresas busca analisar alterações que ocorrem com o passar do tempo, em que essas alterações podem ser vistas como mudanças organizacionais e ocorrem em padrões previsíveis, chamados de estágios de desenvolvimento (Costa *et al.*, 2017). Dadas essas alterações nos diferentes estágios de desenvolvimento, salienta-se um elemento importante que é a governança corporativa e se faz importante, principalmente, porque se busca intermediar o relacionamento entre acionistas, diretores, acionistas controladores, minoritários e *stakeholders* em geral (Utami & Pernamasari, 2019).

Ao pensar em governança corporativa, é importante trazer para a discussão o impacto do fortalecimento da mesma frente ao custo de capital das empresas. Desse modo, por meio da governança corporativa e do custo de capital, busca-se evidenciar os possíveis impactos desses elementos frente a cada

## **O impacto do Ciclo de Vida na relação entre Governança Corporativa e o Custo de Capital das Organizações**

---

estágio do ciclo de vida da empresa. No entendimento de Claessens e Yurtoglu (2012), é possível que possam ser evidenciados diferentes regimes de governança corporativa com o passar do tempo nas organizações.

Com base nisso, a questão do estágio do ciclo de vida pode intensificar investimentos nos mecanismos, bem como não os utilizar e isso poderá afetar tanto a continuidade da empresa naquele ciclo como o aumento no custo de capital. Além disso, as empresas que entendem a importância da governança corporativa podem apresentar maiores valores aos acionistas, bem como maior fluxo de caixa, podendo ainda apresentar o custo de capital reduzido (Zgarni *et al.*, 2016).

Sobre o estudo dos ciclos de vida das organizações, na literatura de contabilidade e de finanças existe um crescimento de pesquisas, investigando o impacto do ciclo de vida das empresas na estrutura delas (Novaes & Almeida, 2020). Especificamente sobre a metodologia de Dickinson (2011), escolhida como base para este estudo, aborda que a vida da empresa pode ser impactada tanto por escolhas estratégicas e as que advêm do entendimento de estratégias corporativas, como também de fatores externos que podem impactar na empresa. Logo, a metodologia de Dickinson (2011) se utiliza de uma variável que vai além de padrões simples para classificar o estágio do ciclo de vida, por exemplo, esse modelo se utiliza dos padrões de fluxo de caixa, bem como de medidas de desempenho e características da empresa. Pode-se considerar que há uma combinação de fatores que não estão conforme a autora, linearmente relacionados ao ciclo de vida das empresas.

Nesse alinhamento, conforme AlHares (2019), uma fraca governança corporativa pode elevar os custos de financiamento para altas dívidas e com isso os acionistas e os interessados na dívida precisam ter conhecimento sobre as regras de governança da empresa e do país que investiram, tal como dos sistemas que servem para garantir que a administração está representando seus interesses. Ademais, mecanismos de governança eficazes podem impactar nas decisões estratégicas das empresas, de acordo com Javaid, Nazir e Fatima (2021) visto que com uma forte governança corporativa tem-se uma redução no custo de capital, dados mecanismos de monitoramento eficazes, mais transparência das divulgações e, consequentemente, a diminuição do custo de capital próprio.

## **O impacto do Ciclo de Vida na relação entre Governança Corporativa e o Custo de Capital das Organizações**

---

Com base nesse contexto, denota-se que já houve diversas investigações sobre os determinantes da governança corporativa e evidenciaram que fatores como custo de capital de terceiros das companhias, sendo reduzido com adoção de boas práticas de governança (Fonseca e Silveira, 2016). Além disso, a governança corporativa atenua problemas de assimetria de informação (Almeida e Dalmácio, 2015); reduz o custo de agência e pode financiar novas oportunidades de crescimento (Esqueda e O'Connor, 2020) e impacta na classificação de crédito influenciando o nível de risco em que uma empresa pode se envolver (AlHares, 2019). Desse modo, nota-se que a governança corporativa pode impactar em toda a estrutura da organização, especificamente aqui se destaca o custo de capital.

Almeida e Dalmácio (2015), na perspectiva de análise da governança corporativa, buscaram evidenciar uma interação entre a concorrência do mercado de produtos e a governança corporativa, se esses fatores aumentariam a precisão das previsões dos analistas e poderia reduzir os desvios. Os resultados apontaram que analistas que fazem a cobertura de empresas em setores bastante competitivos e com forte governança corporativa tendem a ter relatórios de previsão mais precisos e com menos desvios.

Já Fonseca e Silveira (2016) com o intuito de analisarem a relação entre melhores práticas de governança corporativa e o custo de capital de terceiros em empresas brasileiras, evidenciaram que melhores práticas de governança que envolvem mais qualidade nas demonstrações financeiras, transparência e credibilidade, há um menor custo de capital para as organizações, dado que esse conjunto de mecanismos representa mais comprometimento e mais proteção quanto a acionistas.

Sanyaolu e Isiaka (2020) analisaram o efeito da governança corporativa no custo da dívida de empresas de alimentos e bebidas. O estudo denotou que a governança corporativa influencia no custo da dívida das empresas, sendo que o tamanho e a independência do conselho impactam negativamente no custo da dívida. Com isso, é importante ressaltar que se busca analisar o quanto as empresas investem em mecanismos de governança corporativa com o intuito de diminuir o custo da dívida das empresas.

No entanto, Esqueda e O'Connor (2020) analisaram o impacto do ciclo de vida na governança corporativa no Brasil. Especificamente, denotaram que para evidenciar uma melhor governança corporativa, deve-se olhar para o nível de listagem da empresa e não para o estágio do ciclo de vida. Nesse



## O impacto do Ciclo de Vida na relação entre Governança Corporativa e o Custo de Capital das Organizações

---

alinhamento, pode-se ressaltar que os mecanismos de governança corporativa podem variar conforme o estágio de ciclo de vida da empresa e que se o intuito é analisar um indicador para a qualidade da governança, a classificação no nível de listagem nesse cenário possa ser mais atraente.

Costa *et al.* (2017) analisaram a condição das variáveis contábil-financeiras auxiliarem na explicação quanto ao estágio do ciclo de vida das empresas. Evidenciou que, por exemplo, alavancagem, a distribuição de dividendos, o *market-to-book*, a lucratividade, o tamanho e o crescimento de vendas podem servir como subsídios para identificar o estágio do ciclo de vida de uma organização. Observa-se que a utilização do modelo de Dickinson (2011) pode ser evidenciada à medida que se busca analisar tanto a parte de financiamento como de desempenho das empresas.

Dessa forma, com uma forte base de classificação dos estágios do ciclo de vidas das organizações, levando em consideração a classificação de Dickinson (2011), os padrões de fluxo de caixa são vistos como resultados orgânicos das operações das empresas. Logo que, em estágios iniciais como no nascimento e no crescimento, conforme Costa *et al.* (2017), espera-se que as empresas tenham mais oportunidades de investimento, mais gastos para isso, porém menor possibilidade de financiamento por recurso interno, justamente por estarem começando e dessa forma tendem a buscar financiamento externo. Dickinson (2011) cita que, nesses estágios, os fluxos de caixa tendem a ser negativos, levando em consideração essa necessidade de alavancagem das empresas para acesso ao crédito. Assim, espera-se que empresas no estágio do ciclo de vida de nascimento e de crescimento tendem a ter governança corporativa e maior custo de capital.

No que tange ao estágio de maturidade das empresas, destaca-se que como essas empresas tendem a ter um maior tempo de vida, possam estar mais equilibradas. Para Dickinson (2011), as empresas diminuirão a quantidade de investimentos e optarão por investir para a manutenção do capital. Além disso, Habib e Hasan (2017) destacam que em relação a assumir riscos, há uma maior ocorrência no estágio de nascimento e declínio, sendo menor no crescimento e na maturidade. Ademais, o desempenho operacional futuro é positivo para as fases de crescimento e maturidade, diferentemente dos estágios de nascimento e de declínio.

## O impacto do Ciclo de Vida na relação entre Governança Corporativa e o Custo de Capital das Organizações

---

Já na fase de turbulência, as empresas enfrentam desafios que se referem à mudança no ambiente, que pode ser por ocorrência de uma crise, às mudanças no mercado e nos resultados impactando diretamente na queda de vendas e na lucratividade (Costa *et al.*, 2017). Observa-se que, nesse estágio, por a empresa estar passando por uma turbulência, isso pode acarretar um início de falência. Assim, o último estágio de declínio é marcado por liquidar ativos com o intuito de honrar com seus compromissos e apoiar operações que possam resultar em futuros fluxos de caixa de investimento positivos (Dickinson, 2011).

Ademais, conforme Almeida (2015), o Brasil se caracteriza como um ambiente institucional fraco, em que não funciona de forma eficiente em diversos níveis. Nessa perspectiva, as empresas buscam mecanismos de governança mais fortes, conforme pressões externas que também contribuem para um ambiente mais competitivo. A questão analisada no presente estudo busca adicionar conhecimento no que tange a analisar a quantidade de empresas em cada estágio do ciclo de vida e enfatizar, principalmente, a governança corporativa e o impacto no custo de capital implícito, diretamente na estrutura de capital das empresas.

Ao analisar os estágios do ciclo de vida das empresas, buscar-se-á evidenciar o impacto na relação entre a governança corporativa e o custo de capital; pois, para Hasan *et al.* (2015), o custo de capital pode ser evidenciado como o retorno que os investidores exigem referente ao investimento que realizaram na empresa, sendo esse retorno o principal responsável por dar continuidade ou não no investimento a longo prazo. Ainda, conforme o autor, o estudo do ciclo de vida e o custo de capital pode auxiliar no entendimento do ciclo de vida e nos custos de financiamento das empresas, o que pode consequentemente melhorar o planejamento estratégico. Assim, o presente estudo como está focado em analisar a moderação do estágio do ciclo de vida, pretende avaliar o impacto do ciclo de vida na relação de governança corporativa e custo de capital, com o intuito de maior entendimento dos *insights* dessa relação.

### Metodologia

#### População e amostra

A população do presente estudo corresponde as empresas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão [B]<sup>3</sup>,

## O impacto do Ciclo de Vida na relação entre Governança Corporativa e o Custo de Capital das Organizações

cerca de 480 empresas, conforme informações retiradas da base de dados Refinitiv Eikon. Já para amostra do estudo, foram retiradas empresas do setor financeiro, por apresentarem características específicas desse setor, diferentemente de outros. Com isso, para amostra final foram verificadas as empresas que possuíam todas as informações disponíveis na base de dados para o cálculo. Assim, essa pesquisa conta com 408 observações como amostra final e o estudo longitudinal foi realizado considerando o período de 2015 a 2018.

Ainda, o presente estudo busca analisar a influência do ciclo de vida na relação entre a governança corporativa e o custo de capital, optou-se por utilizar o modelo de ciclo de vida de Dickinson (2011) justamente pelo modelo se ajustar ao estudo pois o modelo parte de padrões de fluxo de caixa para analisar características econômicas e de mercado para explicar o comportamento das empresas em cada etapa do ciclo de vida. Logo, o estudo justifica a utilização desse modelo porque ele parte da *proxy* de fluxo de caixa e realiza análise do comportamento desses para classificar a empresa em estágios, e o presente estudo por analisar a força da governança corporativa e o impacto no custo de capital, o modelo é adequado.

Assim, optou-se por então utilizar o modelo de Dickinson (2011). Por meio da decomposição do sinal de variação do caixa, conforme operacional, investimento e financiamento, as empresas serão classificadas em determinado estágio do ciclo de vida, conforme a Figura 1:

| Ciclo de vida: | Nascimento           | Crescimento | Maturidade | Turbulência | Declínio |
|----------------|----------------------|-------------|------------|-------------|----------|
| Fluxo de Caixa | Composição de Sinais |             |            |             |          |
| Operacional    | -                    | +           | +          | + - +       | - -      |
| Investimento   | -                    | -           | -          | + - +       | + +      |
| Financiamento  | +                    | +           | -          | + - -       | + -      |

**Figura 1-** Ciclo de Vida baseado em Dickinson (2011, p. 9)

É importante destacar que o modelo de Dickinson (2011) é baseado na *Pecking Order Theory* e analisa o comportamento dos fluxos de caixa das empresas quanto às atividades operacionais, de investimento e de financiamento. De forma mais específica, o modelo se baseia nos padrões de fluxo de

## O impacto do Ciclo de Vida na relação entre Governança Corporativa e o Custo de Capital das Organizações

caixa das empresas para classificá-las conforme o ciclo de vida. Dessa forma, deve-se levar em consideração essa classificação da literatura, é possível, ainda, identificar por meio da proxy analisada o comportamento de persistência e da convergência da lucratividade.

A classificação de Dickinson (2011) analisa os padrões de fluxos de caixa e cria a classificação de cinco estágios, como citados anteriormente. No entanto, é importante ressaltar, conforme Girão (2016) que o modelo dá margem para a possibilidade de oito padrões, conforme observado no Quadro 1, sendo que a turbulência pode assumir três sinais ou formas e o declínio duas. Dessa forma, pode-se destacar que as empresas se classificam conforme o estágio do ciclo de vida.

Nesse sentido, ao olharmos para o ciclo de vida, os mecanismos de governança corporativa e o custo de capital implícito, busca analisar a relação e o impacto deles nos diferentes estágios das empresas que, por meio da variação dos caixas em cada atividade, há a classificação do estágio de vida da empresa, que pode ser visualizada conforme o Quadro 1. Após a classificação das empresas quanto ao estágio do ciclo de vida, apresenta-se, posteriormente, a quantidade de organizações em cada estágio, conforme a Tabela 1:

**Tabela 1.**  
População e amostra de pesquisa

| <b>Painel A – Delineamento da amostra</b>                                      |                  |                 |
|--------------------------------------------------------------------------------|------------------|-----------------|
| <b>País</b>                                                                    | <b>População</b> | <b>Empresas</b> |
| Brasil                                                                         | 495              | 102             |
| <b>Painel B – Amostra por Estágio do Ciclo de Vida classificada anualmente</b> |                  |                 |
| <b>Ciclo de vida</b>                                                           | <b>Empresas</b>  | <b>%</b>        |
| Nascimento                                                                     | 6                | 5,9             |
| Crescimento                                                                    | 26               | 25,5            |
| Maturidade                                                                     | 57               | 55,9            |
| Turbulência                                                                    | 11               | 10,8            |
| Declínio                                                                       | 2                | 2,0             |
| <b>Amostra total</b>                                                           | <b>102</b>       | <b>100</b>      |

Quanto à mensuração do custo de capital, optou-se por utilizar o modelo de Easton (2004) que é

## O impacto do Ciclo de Vida na relação entre Governança Corporativa e o Custo de Capital das Organizações

---

conhecido como uma generalização do *Price-Earnings-Growth* (PEG), em que se baseia em um modelo anterior ao de Ohlson e Juettner-Nauroth (2000) que parte da premissa em que o crescimento anormal que se espera do próximo período em resultados futuros é uma estimativa de um crescimento anormal para períodos futuros. Esse modelo se baseia em projeções de analistas de mercado (Ohlson, 1995; Botosan & Plumlee, 2005). Para tanto, demonstra-se o cálculo do custo de capital implícito subexposto.

### Equação 1

$$CCI_{i,t} = \frac{\sqrt{LPA_{i,t+1} - LPA_{i,t}}}{P_{i,t-1}}$$

No modelo da Equação (1), o  $CCI_{i,t}$  é o custo de capital implícito para as firmas da amostra em  $i$  no ano  $t$ ; o  $LPA$  é o lucro por ação da empresa, o quanto se estima de ganho ou expectativa lucro feita pelos analistas em  $i$  para o ano  $t$ ; bem como, o  $LPA_{i,t+1}$  porém que considera a estimativa de ganhos ou crescimento em  $i$  no ano  $t+1$ ;  $P_{i,t}$  é o preço da ação que representa o preço de entrada no ano em análise.

### Variáveis de pesquisa

Na Tabela 2, apresentam-se as variáveis utilizadas no presente estudo e a descrição, bem como a forma de cálculo e os autores que embasaram as escolhas.

**Tabela 2.**

Variáveis utilizadas no estudo

| Variável            | Fórmula ou Descrição | Autores |
|---------------------|----------------------|---------|
| Variável Dependente |                      |         |

## O impacto do Ciclo de Vida na relação entre Governança Corporativa e o Custo de Capital das Organizações

|                                  |                                                                                              |                                                                                            |
|----------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------|
| Custo de Capital Implícito (CCI) | $CCI_{i,t} = \frac{\sqrt{LPA_{i,t+1} - LPA_{i,t}}}{P_{i,t-1}}$                               | Easton (2004)                                                                              |
| <b>Variáveis Explicativas</b>    |                                                                                              |                                                                                            |
| Governança Corporativa (GC)      | De 0 a 1: Quanto mais próximo de 1 maior a governança corporativa.                           | Puni e Anlesinya (2020)                                                                    |
| Ciclo de Vida (CV)               | Classificação em cinco estágios: nascimento, crescimento, maturidade, turbulência e declínio | Adaptado de Dickinson (2011)                                                               |
| <b>Variáveis de Controle</b>     |                                                                                              |                                                                                            |
| Tamanho da Empresa (TAM)         | Logaritmo natural do ativo total                                                             | Costa <i>et al.</i> (2017); Habib e Hasan (2017); Hasan <i>et al.</i> (2015); Bravo (2018) |
| Alavancagem (ALAV)               | $\frac{Passivo\ Total}{Ativo\ Total}$                                                        | Costa <i>et al.</i> (2017); Habib e Hasan (2017); Hasan <i>et al.</i> (2015)               |
| Market-to-Book (MTB)             | $\frac{Valor\ de\ Mercado\ do\ PL}{Valor\ Contábil\ do\ PL}$                                 | Costa <i>et al.</i> (2017); Habib e Hasan (2017); Hasan <i>et al.</i> (2015); Shah (2018)  |

Quanto às variáveis utilizadas no estudo, destaca-se o *score* de governança corporativa o qual se refere aos dados secundários coletados no relatório ESG (*Environmental, Social and Governance*) disponível na base de dados da Refinitiv *Eikon*. Essa forma de mensuração é responsável por determinar os sistemas de processos da empresa, o que de certa forma garante que os executivos e os conselheiros ajam em detrimento do interesse dos acionistas, além de refletir a capacidade da empresa em uso de melhores práticas de gestão, por exemplo.

Já em relação às variáveis ditas de controle, foram consideradas, com base na literatura abordada, a relação entre os mecanismos de governança corporativa e o custo de capital, consequentemente o quanto o ciclo de vida das empresas poderia interferir nessa relação, dadas as peculiaridades estratégicas de cada fase. Após a coleta dos dados, esses foram tabulados e calculados por meio de planilha eletrônica. Inicialmente, buscou-se verificar a influência da governança corporativa no custo de capital implícito.

## O impacto do Ciclo de Vida na relação entre Governança Corporativa e o Custo de Capital das Organizações

---

Para tanto, fez-se uso de Modelos Lineares Hierárquicos (MLH) por meio do *software* SPSS, com o intuito de criar uma regressão para cada estágio de ciclo de vida. A justificativa para a utilização do MLH se pauta na abordagem do estudo, por serem analisados diferentes estágios do ciclo de vida. Com a utilização do MLH, os modelos lineares diferentes devem se ajustar a cada contexto, em suma, as variáveis são as mesmas, entretanto os coeficientes de regressão serão distintos.

Os ciclos de vida estão divididos em cinco grupos: Grupo Nascimento, Grupo Crescimento e Grupo Maturidade, Grupo Turbulência e Grupo Declínio. Esta associação vem pelo desempenho obtido após a verificação das frequências em que as empresas foram enquadradas cada qual em seu ciclo de vida. De posse dos dados sintetizados, esses foram organizados de forma hierárquica nos MLHs. Os modelos multiníveis se tratam estatisticamente da variação originada pelas diferenças individuais, como contextuais. Os modelos contextuais são aqueles que contém dois tipos de variáveis, uma procedente do nível individual (empresa) e outra procedente de um nível contextual (ciclo).

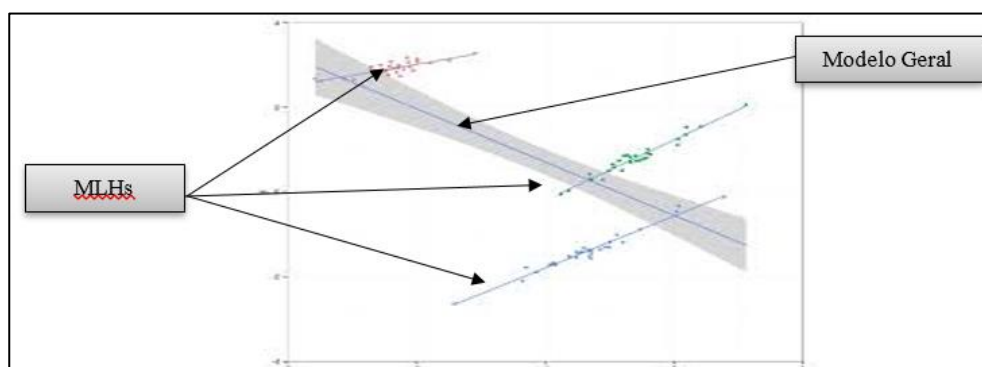
Após a sintetização e a organização dos dados de forma hierárquica nos MLHs, os modelos multiníveis foram tratados estatisticamente pela variação originada nas diferenças individuais, como contextuais. Os modelos contextuais são aqueles que contém dois tipos de variáveis, uma que advém do nível individual (empresa) e outra de um nível contextual (ciclo).

Conforme Fávero e Belfiore (2017), os modelos de regressão multinível para dados em painel são de suma importância em diversos campos de conhecimento e quanto à publicação de estudos que usam estimativas que se relacionam a esses modelos tornaram-se mais frequentes. Isso se justifica quanto à construção de pesquisas que utilizam dados agrupados, em que as variáveis apresentam a variação entre unidades diferentes que representam grupos, mas não entre observações do mesmo grupo. Em linhas gerais, conforme os autores supramencionados, é importante que existam variáveis que apresentam dados que se alteram entre indivíduos que se referem a determinado nível, mas que podem permanecer inalteradas para alguns grupos de indivíduos, sendo que esses representam um nível superior.

De forma simples, o Modelo Linear Hierárquico leva em consideração estruturas aninhadas, agrupando modelos de regressão por grupos (Fávero & Belfiore, 2017). Com isso, é possível estabelecer

## O impacto do Ciclo de Vida na relação entre Governança Corporativa e o Custo de Capital das Organizações

um modelo de regressão para cada grupo dentro de um nível de agrupamento. É importante destacar que, ao utilizar essa metodologia, é possível separar os ciclos de vida e analisar de forma isolada e agrupada para analisar a evolução. A Figura 1 apresenta como os modelos se ajustam conforme o grupo a que pertencem.



**Figura 2.** Modelo Linear Hierárquico

Fonte: Nakisa (2020)

O modelo geral é dado por  $y_i = \beta_0 + \beta_1 x_i + \varepsilon_i$ ; em que  $i$  é o nível do indivíduo. O modelo hierárquico de dois níveis é dado por:  $y_{ij} = \beta_{0j} + \beta_{1j} x_{ij} + \varepsilon_{ij}$ . Esta variabilidade em segundo nível é a característica principal nos modelos hierárquicos, dando lugar a um modelo diferente ao tradicional modelo de regressão geral.

Dessa forma, os coeficientes  $\beta_{0j}$  e  $\beta_{1j}$  são referentes a cada contexto. Assim, se houver variabilidade entre os contextos, podem ser representadas pelas equações:  $\beta_{0j} = \beta_0 + \mu_{0j}$  e  $\beta_{1j} = \beta_1 + \mu_{1j}$ . O coeficiente  $\beta_{0j}$  é decomposto em  $\beta_0$ , que é o rendimento médio da população dos dados e representa a parte sistemática da equação em que  $\mu_{0j}$  é o efeito diferencial do sistema  $j$  e representa a parte aleatória do modelo de segundo nível vinculada ao ponto de corte. Semelhante ao modo  $\beta_1$  também pode possuir variabilidade própria, decompondo-se em  $\beta_1$  que é o incremento médio do rendimento no desempenho dos fundos analisados e  $\mu_{1j}$  é o incremento diferencial do contexto  $j$  (Fávero; Belfiore, 2017).



## O impacto do Ciclo de Vida na relação entre Governança Corporativa e o Custo de Capital das Organizações

---

Assim, para estimar os parâmetros, utilizou-se a máxima verossimilhança com valores não centralizados, pois foi testada de forma preliminar a formação de multicolinearidade entre as variáveis. A centralização das variáveis é preconizada e defendida por Marôco (2014) quando na presença dela. Entretanto, no presente estudo não se encontrou efeito. Em relação aos algoritmos de estimação, são métodos de cálculo que por meio de interações sucessivas, que permitem determinar o valor dos coeficientes para a análise dos resultados (Soto & Morera, 2005).

O modelo empírico apresenta-se a seguir:

### Equação 2

$$CCI_{it} = \gamma_{00} + \gamma_{10} GC_{it} + \mu_{1j} GC_{ij} + \beta_2 CV_{ij} + \beta_3 GC \times CV_{ij} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 ALAV_{it} + \beta_5 MTB_{it} + \mu_{0j} + \varepsilon_{ij}$$

Para classificar as organizações, utilizou-se o Padrão Global de Classificação de Indústria (*Global Industry Classification Standard- GICS*) que é uma variável de controle de efeito fixo, a qual foi coletada na base da *Thomson Reuters Eikon*. Também se realizou o teste de *Variance Inflation Factor* (VIF) para verificar a multicolinearidade entre as variáveis e a autocorrelação por meio do teste de *Durbin Watson* destacados nas tabelas de resultados.

## Análise e discussão dos resultados

Quanto Esta seção se destina a apresentar os resultados referentes aos achados. Primeiramente, apresenta-se a estatística descritiva das variáveis de pesquisa. Após, os resultados da regressão de Modelos Lineares Hierárquicos, dada a análise principal dos estágios do ciclo de vida. A análise descritiva é exposta na Tabela 3.

### Tabela 3.

Estatística descritiva das variáveis

| Variáveis | Mínimo | Máximo | Média | Desvio-Padrão |
|-----------|--------|--------|-------|---------------|
|-----------|--------|--------|-------|---------------|

## O impacto do Ciclo de Vida na relação entre Governança Corporativa e o Custo de Capital das Organizações

|                                  |            |           |           |           |
|----------------------------------|------------|-----------|-----------|-----------|
| Custo de Capital Implícito (CCI) | 1,41e-06   | 163,7955  | 1,545934  | 12,88163  |
| Governança Corporativa (GC)      | 0,0086806  | 0,9106423 | 0,4279917 | 0,2315259 |
| Tamanho da Empresa (TAM)         | 20,80242   | 28,12418  | 23,34268  | 1,44821   |
| Alavancagem (ALAV)               | 0,1002232  | 2,601073  | 0,6181066 | 0,2607163 |
| Market-to-Book (MTB)             | -17,21003  | 68,63987  | 4,131695  | 6,845061  |
| <b>Observações</b>               | <b>408</b> |           |           |           |

Conforme destacado na Tabela 3, destaca-se que o índice de valor percebido que compõem a média do custo de capital implícito das organizações apresenta um valor baixo, quando comparado aos extremos de máximo que apresentam valores nesse caso discrepantes, o que pode estar atrelado principalmente a características específicas das firmas. Ademais, conforme postulado por Zgarni et al. (2016), as empresas que tendem a investir em governança corporativa, podem apresentar um menor custo de capital com o intuito de gerar maior fluxo de caixa e maiores valores aos acionistas, sendo que esse investimento pode variar dependendo também da estratégia corporativa. Evidencia-se, ainda, que em média 42% da amostra de pesquisa investe em governança corporativa, fato que corrobora com a ideia de que há uma crescente atenção quanto à melhora em mecanismos de governança corporativa. Utami e Pernamasari (2019) denotam o fato de que a governança busca realizar um intermédio entre acionistas, diretores, controladores e usuários das informações em geral.

Foi possível observar, também, por meio da variável de Tamanho, mensurada pelo logaritmo natural do ativo total, que as organizações em média são de grande porte, inclusive o que pode estar atrelado ao fato de as empresas maiores, por apresentarem mais investimento em mecanismos de governança corporativa, levam em consideração os argumentos de AlHares (2019) e Javaid, Nazir e Fatima (2021) em que uma forte governança corporativa apresenta uma redução no custo de capital. Assim, se houver mais transparência nas divulgações, diminuição do custo de capital próprio o que pode gerar mais segurança aos acionistas e interessados na dívida da empresa. Além de que as melhores práticas de governança corporativa envolvem mais qualidade nas demonstrações financeiras no que tange à

## O impacto do Ciclo de Vida na relação entre Governança Corporativa e o Custo de Capital das Organizações

---

transparência e à credibilidade, conseqüentemente, menor custo de capital de terceiros, como apontado por Fonseca e Silveira (2016).

Chama atenção, também, a questão da alavancagem nas empresas por se buscar uma análise do impacto do ciclo de vida das organizações na relação entre a governança corporativa e o custo de capital, se as empresas já conseguem por meio do investimento na governança corporativa, uma redução do custo de capital, elas tendem a ser menos alavancadas. Além disso, a média de alavancagem não chega a 1, conforme apostado por Costa *et al.* (2017), haja vista que, ao realizar a análise dos ciclos separados, se observaram os maiores valores para alavancagem estão apenas nos estágios iniciais do ciclo de vida. Logo que, no presente estudo, esse fato deve ser destacado ao analisar a alavancagem como um todo.

Por fim, quanto ao índice de valor percebido que compõem a média do desempenho das organizações, tem-se um valor baixo, quando comparado aos extremos de mínimo e máximo, e esse fator pode ser destacado pela amostra apresentar empresas com altos valores de desempenho que podem ter influenciado nessa análise. Entretanto, como trazido por Habib e Hasan (2017), o desempenho tende a ser positivo para fases de crescimento e maturidade. Logo que, em relação a assumir riscos, há uma maior ocorrência nos estágios tanto de nascimento, como de declínio.

Em relação aos achados, presume-se de forma inicial que o investimento em governança corporativa é bastante expressivo no estágio de nascimento, tende a diminuir no ciclo de crescimento e a aumentar no ciclo de declínio. Isso presume que as empresas investem na governança para melhorar os resultados, já na maturidade por estarem mais estáveis, pode haver menos investimentos. Além disso, no ciclo de declínio percebe-se que as empresas buscam um “respiro” e procuram aumentar o investimento em governança corporativa.

Ademais, a análise dos Modelos Lineares Hierárquicos é feita de forma diferenciada de uma regressão linear múltipla ordinária. Para determinar se o modelo pode ser assim classificado, testa-se o

Coeficiente de Correlação Intraclassa (ICC) dado por:  $ICC = \frac{\sigma_{u_{0j}}^2}{\sigma_{u_{0j}}^2 + \sigma_{\varepsilon_{ij}}^2}$ . Em que  $\sigma_{u_{0j}}^2$  é a variância

# O impacto do Ciclo de Vida na relação entre Governança Corporativa e o Custo de Capital das Organizações

associada ao termo aleatório e  $\sigma^2_{\varepsilon_{ij}}$  é a variância dos erros associados a cada observação do nível basal 1 (MARÔCO, 2018).

Se o  $ICC \geq 0.10$  ou se  $\sigma^2_{u_{0j}}$  for estatisticamente significativo, isso implica a existência de um efeito considerável do nível 2. Quando a isso, os dados desta pesquisa atingiram 35,66% com  $\sigma^2_{u_{0j}}$  estatisticamente significativo ( $p\text{-valor}=0.000$ ).

Com base nisso, o coeficiente de determinação deixa de existir, pois há a formação de uma equação de regressão para cada um dos 5 ciclos. Contudo, é possível determinar a correlação em cada ciclo usando a tradicional forma  $r = \frac{Cov(X,Y)}{\sqrt{s^2_X s^2_Y}}$ , similar aos modelos convencionais, contudo adaptado cada um dos ciclos.

Uma vez tendo o valor do coeficiente de correlação, o coeficiente de determinação é imediato ( $r^2$ ). Os valores não são apresentados de imediato pelo pacote SPSS v.25, mas podem ser obtidos por meio da análise das estimativas das variâncias e covariâncias dos efeitos aleatórios, mesmo que o modelo adotado, como foi o da pesquisa seja por efeitos fixos.

Segundo Marôco (2018), é adequado considerar uma interação entre o nível 1, especificamente o GCC e os 5 ciclos do nível 2 ( $i = 1, \dots, 5$ ). Os resultados estão na Tabela 4, sendo os valores, entre parênteses, o coeficiente de determinação.

**Tabela 4.**  
Coeficientes de Correlação Intraclass

| Ciclo       | 1                  | 2                   | 3                   | 4                   | 5                  |
|-------------|--------------------|---------------------|---------------------|---------------------|--------------------|
| $r_{GCC/i}$ | 0.26***<br>(6.76%) | -0.28***<br>(7.84%) | 0.36***<br>(12.96%) | -0.14***<br>(1.96%) | 0.11***<br>(1.21%) |

Notas: \*significância em nível de 10%; \*\* 5%; \*\*\* 1%

Desse modo, ao olhar para os anos analisados, percebe-se que por exemplo nos anos de 2016 e 2017 os custos caíram e, a partir da análise de 2018, tem-se uma elevação dos custos, o que pode estar atrelado ao cenário econômico do país em análise. Logo, para responder à questão de pesquisa, realizou-se a análise do modelo de regressão. Os resultados serão exibidos na Tabela 5 que será apresentada na

## O impacto do Ciclo de Vida na relação entre Governança Corporativa e o Custo de Capital das Organizações

sequência. Assim, a primeira coluna utiliza as variáveis independentes e explicativas. No fim da Tabela, encontram-se os resultados destacados pelos anos para o modelo testado.

**Tabela 5.**

Ciclo de vida na relação entre governança corporativa e o custo de capital implícito

| Variáveis                      | Variável Dependente: Custo de Capital Implícito |                      |
|--------------------------------|-------------------------------------------------|----------------------|
|                                | Coefficiente                                    | Estatística <i>t</i> |
| Constante                      | 17,684125                                       | 1,571                |
| Governança Corporativa         | 22,663626                                       | 1,381                |
| Ciclo 1                        | 9,574137*                                       | 1,711                |
| Ciclo 2                        | 2,917924                                        | ,577                 |
| Ciclo 3                        | 3,846321                                        | ,773                 |
| Ciclo 4                        | 2,936515                                        | ,564                 |
| Ciclo 1*Governança Corporativa | 29,967700                                       | 1,437                |
| Ciclo 2*Governança Corporativa | -18,925791                                      | -1,101               |
| Ciclo 3*Governança Corporativa | -21,684214                                      | -1,297               |
| Ciclo 4*Governança Corporativa | -15,349637                                      | -,833                |
| TAM                            | -1,192245**                                     | -2,588               |
| ALAV                           | 13,593506***                                    | 5,528                |
| MTB                            | -0,208214**                                     | -2,248               |
| Ano 16                         | -0,901107                                       | -,536                |
| Ano 17                         | -0,424113                                       | -,253                |
| Ano 18                         | 3,490408                                        | 2,063                |

Notas: \*significância a nível de 10%; \*\* 5%; \*\*\* 1%

Observação: o ciclo 5 foi configurado como zero porque é redundante e por isso não aparece na tabela.

Os resultados apresentados na Tabela 4 denotam que, em relação aos ciclos de vida e a governança corporativa, as organizações iniciam no estágio do nascimento com investimentos para potencializar a governança corporativa. Haja vista que matematicamente analisando os valores da governança corporativa

## **O impacto do Ciclo de Vida na relação entre Governança Corporativa e o Custo de Capital das Organizações**

---

e a moderação nos ciclos de vida, é possível identificar que há um crescimento na governança, nos estágios iniciais, um declínio e após, uma tentativa de retomada. É o que analisará, posteriormente, como um “U”.

Entretanto, no estágio da maturidade, pode-se verificar que há uma diminuição desses incentivos, crescendo um pouco mais no estágio de declínio. Essa análise vai de acordo como afirmado por Claessens e Yurtoglu (2012) em que podem ocorrer regimes de governança corporativa distintos com o passar do tempo nas organizações. Além disso, aqui também é importante referenciar que ainda existem outros fatores que podem impactar neste entendimento. Em linha gerais, os mecanismos de governança corporativa que serão aqui referidos, iniciam em evolução no estágio de nascimento, mas que a partir da maturidade diminuem, tendo em vista que o custo de capital implícito reduz com mais ascensão apenas no estágio de declínio.

A relação positiva entre os ciclos de vida e o capital implícito vão em linha com o entendimento de que conforme Costa *et al.* (2017) nos estágios de nascimento e crescimento as empresas tenham mais oportunidade de investimentos, mas maiores gastos para isso. O que conversa com os resultados de que se iniciaram os estágios do ciclo de vida com forte governança, mas com alto custo de capital implícito, mas isso só muda a partir do estágio de maturidade. Além disso, é importante destacar a relação negativa entre a governança corporativa e os ciclos de vida.

Nesse viés, essa análise pode ser destacada por, principalmente, as empresas, com o passar do tempo, dependendo do estágio, optarem por investir menos em mecanismos de governança corporativa dada a estratégica corporativa adotada, por exemplo. Em vista disso, pode-se observar que, especificamente no estágio de nascimento, há uma relação positiva e significativa com o custo de capital implícito. Ainda, conforme Dickinson (2011), é de se esperar que, por exemplo, nos estágios iniciais, de nascimento e crescimento a empresa necessite de mais alavancagem para acesso ao crédito, o que também pode estar atrelado ao fator de investimento em maior governança corporativa. Para Costa *et al.* (2017), entende-se que nessas fases introdutórias haja mais gastos, pois a empresa tem mais oportunidades de investimentos.

## O impacto do Ciclo de Vida na relação entre Governança Corporativa e o Custo de Capital das Organizações

---

Ademais, no estágio de maturidade que de forma mais expressiva quando comparado aos outros ciclos apresenta mudanças, tem-se um enfraquecimento nos mecanismos e ainda que uma diminuição, mas um custo de capital implícito relativamente considerável. Com isso, considera-se, de acordo com Dickinson (2011), as empresas tendem a diminuir a quantidade de investimentos nesse estágio. Assim, pelo cenário brasileiro analisado, segundo Almeida (2015), deve ser considerado que é um ambiente institucional fraco e que as empresas buscam mecanismos de monitoramento de práticas e governança mais eficientes, dada a pressão de mercados externos desenvolvidos.

Quanto à relação da governança corporativa com o custo de capital implícito, aqui é possível evidenciar que se inicia com uma forte relação no estágio inicial, de nascimento. Entretanto, na maturidade e na turbulência, é possível denotar que há uma relação menos forte entre a governança e o custo de capital. Além disso, se as empresas estiverem classificadas no estágio de maturidade, por exemplo, pode-se evidenciar que elas tenham mais tempo de vida e possam estar mais equilibradas. Fato que pode ser também mencionado nesse contexto é a não representatividade delas no ciclo de declínio, o que faz sentido do ponto de vista que não se viabiliza um investimento em mecanismos que possam melhorar a gestão e, também, a reputação da empresa frente ao ambiente externo e que o custo médio de capital delas deve ser mais elevado, justamente por estarem enfrentando um estágio de dificuldade em honrar com compromissos e continuar com as atividades.

Outro fato que chama atenção na análise é o custo médio de capital apresentar valores que oscilam no decorrer dos anos. Esta situação pode estar atrelada aos dados das variáveis, que foram coletados desde 2010, o ano em que obrigatoriamente as empresas brasileiras passaram a adotar as normas internacionais de contabilidade, conhecidas por meio da *International Financial Reporting Standards* (IFRS). Em relação a esse efeito, conforme Silva (2013) pode haver consideráveis mudanças na estrutura contábil dessas instituições no que se refere ao período pré e pós adoção das IFRS. Assim, o presente estudo optou por não considerar o período anterior adoção das IFRS. Desse modo, os dados foram coletados desde 2010 e apenas analisados a partir do ano de 2015.

## O impacto do Ciclo de Vida na relação entre Governança Corporativa e o Custo de Capital das Organizações

---

Além disso, conforme apontado por Pamplona (2020) como o cenário brasileiro se apresenta como obrigatório o pagamento de dividendos, como consequência disso pode-se destacar que os recursos próprios das empresas podem não ser suficientes para cobrir novos investimentos, o que representa uma escolha pela fonte em terceiros. Assim, elas podem apresentar peculiaridades quanto à estrutura de capital.

Inclusive, esse fator se confirma ao evidenciar, em consonância com Costa *et al.* (2017), que as empresas em fase de turbulência enfrentam mais desafios quanto às mudanças no ambiente, que podem ser destacadas por mudanças no mercado, resultados impactados por queda de vendas e lucratividade, também são exemplos. De forma geral, foi possível evidenciar que como apontador por Hasan *et al.* (2015) o custo de capital que pode ser evidenciado por meio do retorno que os investidores exigem, podem também ser responsáveis pela continuidade do investimento a longo prazo, isso confirma o pressuposto de que as empresas começam investindo mais no nascimento delas em governança corporativa, diminuem em relação à maturidade, aumentando o investimento no estágio de declínio.

### Considerações finais

Este estudo objetivou analisar a influência do ciclo de vida na relação entre a governança corporativa e o custo de capital das empresas brasileiras (listadas na B3). Para tanto, realizou-se uma pesquisa descritiva, com procedimento *archival* e abordagem quantitativa na análise. A amostra compreendeu 102 empresas, separadas conforme o ciclo de vida, sendo eles: nascimento, crescimento, maturidade, turbulência e declínio. Assim, optou-se por utilizar a regressão por Modelo Linear Hierárquico, com o intuito de analisar os estágios de forma separada, empregando inclusive variáveis atreladas às características das organizações como forma de controle, bem como estimativas de efeitos fixos.

Os resultados apontaram que no cenário brasileiro, o que se evidencia é que tanto estatisticamente olhando para a variável de governança corporativa de forma pura, bem como, nos estágios de nascimento e no declínio denotou-se uma maior evidência de mecanismos de governança corporativa. Em que no primeiro caso pode ser justificado pelo nascimento das empresas no mercado, buscando-se mais



## O impacto do Ciclo de Vida na relação entre Governança Corporativa e o Custo de Capital das Organizações

---

visibilidade e; no segundo caso, a tentativa de melhorar essa visibilidade, frente às dificuldades financeiras. Além disso, observou-se que, principalmente no estágio de nascimento, há mais investimento em ter uma governança corporativa forte com um maior custo de capital, tendo uma relação positiva.

Consequentemente, nesse adendo, o custo de capital no início, nos primeiros estágios é alto e, no fim, tenta diminuir, talvez por estratégias corporativas. No entanto, o que mais chama atenção é o fato de o comportamento da governança corporativa iniciar alto, diminuir e tentar na turbulência e declínio, uma retomada. Conforme Costa *et al.* (2017), as empresas nesse estágio apresentam mais oportunidades de investimento, gastam mais e, por esse motivo, ainda sofrem com menos possibilidade de financiamento com recursos internos, o que foi evidenciado por uma relação positiva e estatisticamente significativa.

A conclusão do estudo é relevante, pois este resultado pode estar principalmente relacionado ao cenário e ao período analisado. Dado que, em relação à questão de dividendos obrigatórios a que o país de análise é submetido, entende-se que as empresas optem no início por oportunidades de investimento e invistam inclusive de forma mais expressiva em mecanismos de governança corporativa, buscando no nascimento a introdução ao mercado. Também se evidenciou, de acordo com Claessens e Yurtoglu (2012), que com o passar do tempo, as organizações podem mudar os regimes de governança corporativa e, também, conforme Zgarni *et al.* (2016), que a governança corporativa pode ser um fator positivo quanto a decisões de investimento, maior fluxo de caixa e quanto à possibilidade de redução do custo de capital.

Entretanto, é importante observar que o ambiente pode estar influenciando nos resultados, visto que as pesquisas que realizaram análises quanto à governança corporativa e ao ciclo de vida, em grande parte, buscaram explicar se os mecanismos mudam quanto ao ciclo de vida. Nessa perspectiva, evidenciou-se empiricamente se o custo de capital das organizações pode diminuir com o maior investimento nesses mecanismos. É interessante que ao se olhar de forma gráfica para os resultados, vislumbra-se o desenho da letra “U” em que se iniciou com investimentos considerados significativos em governança, ao longo do ciclo de vida isso foi diminuindo e, no estágio de declínio, buscou-se uma retomada.

## O impacto do Ciclo de Vida na relação entre Governança Corporativa e o Custo de Capital das Organizações

---

Além disso, foi possível evidenciar que tanto o tamanho das organizações, como alavancagem e o desempenho, também são fatores que podem influenciar no custo de capital implícito. Haja vista que grandes empresas podem optar por apresentar menores custos de capital e uma relação positiva quanto à alavancagem. E, o desempenho pode estar atrelado de forma negativa ao custo de capital implícito. Nessa relação, também se destaca que as estratégias adotadas pelas organizações podem ser distintas, bem como os mecanismos de governança corporativa.

Assim, o estudo apresenta algumas limitações que devem ser levadas em consideração na análise dos resultados, bem como para o desenvolvimento de pesquisas futuras. Logo, como o estudo se baseou em uma economia emergente, seria interessante comparar os resultados como, por exemplo, empresas da América Latina, observando as peculiaridades de cada país. Ademais, poderiam ser adicionados outros mecanismos individuais de governança corporativa, para dar mais robustez à análise e para verificar quais são mais utilizados. Além disso, a análise também poderia ter sido feita apenas por anos, olhando para o estágio do ciclo de vida, aumentando o período de análise de pré e pós adoção das IFRS além de atrelar os custos de capital implícito à estratégia das empresas, em que se poderia citar, por exemplo, as estratégias de Miles e Snow (1978).

### Referências

- AlHares, A. (2019). Corporate governance and cost of capital in OECD countries. *International Journal of Accounting & Information Management*. <https://doi.org/10.1108/IJOES-02-2019-0043>
- Almeida, J. E. F. D., & Dalmácio, F. Z. (2015). The effects of corporate governance and product market competition on analysts' forecasts: evidence from the Brazilian capital market. *The International Journal of Accounting*, 50(3), 316-339. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2015.07.007>
- Bhaumik, S., Driffield, N., Gaur, A., Mickiewicz, T., & Vaaler, P. (2019). Corporate governance and MNE strategies in emerging economies. *Journal of World Business*, 54(4), 234-243. <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2019.03.004>
- Botosan, C., & Plumlee, M. (2005). Assessing Alternative Proxies for the Expected Risk Premium. *The Accounting Review*, 80(1), 21-53. <https://doi.org/10.2308/accr.2005.80.1.21>

## O impacto do Ciclo de Vida na relação entre Governança Corporativa e o Custo de Capital das Organizações

---

- Costa, W. B. D., Macedo, M. A. D. S., Yokoyama, K. Y., & Almeida, J. E. F. D. (2017). Análise dos Estágios de ciclo de vida de companhias abertas no Brasil: um estudo com base em variáveis contábil-financeiras. *BBR. Brazilian Business Review*, 14, 304-320. <https://doi.org/10.15728/bbr.2017.14.3.3>
- Claessens, S., & Yurtoglu, B. B. (2012). Corporate governance in emerging markets: A survey. *Emerging markets review*, 15, 1-33. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2012.03.002>
- Dickinson, V. (2011). Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. *The Accounting Review*, 86(6), 1969-1994.
- Esqueda, O. A., & O'Connor, T. (2020). Corporate governance and life cycles in emerging markets. *Research in International Business and Finance*, 51, 101077. <https://doi.org/10.2308/accr-10130>
- Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2017). Manual de análise de dados: estatística e modelagem multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®. *Elsevier Brasil*.
- Fonseca, C. V. C., & Silveira, R. L. F. D. (2016). Governança corporativa e custo de capital de terceiros: evidências entre empresas brasileiras de capital aberto. *REAd. Revista Eletrônica de Administração (Porto Alegre)*, 22(1), 106-133. <https://doi.org/10.1590/1413-2311.016162016.62739>
- Girão, L. F. A. P. (2016) Competição por informações, ciclo de vida e custo do capital no Brasil. Tese de doutorado, Universidade Federal da Paraíba, João Pessoa, PB, Brasil. Recuperado de <http://repositorio.unb.br/handle/10482/21143>
- Habib, A., & Hasan, M. M. (2017). Firm life cycle, corporate risk-taking and investor sentiment. *Accounting & Finance*, 57(2), 465-497. <https://doi.org/10.1111/acfi.12141>
- Habib, A., & Hasan, M. M. (2019). Corporate life cycle research in accounting, finance and corporate governance: A survey, and directions for future research. *International Review of Financial Analysis*, 61, 188-201. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2018.12.004>
- Hasan, M. M., Hossain, M., & Habib, A. (2015). Corporate life cycle and cost of equity capital. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 11(1), 46-60. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2014.12.002>
- Hou, K., Dijk, M. A. V., & Zhang, Y. (2012). The implied cost of capital: A new approach. *Journal of Accounting and Economics*, 53(3), 504-526. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2011.12.001>
- Javaid, A., Nazir, M. S., & Fatima, K. (2021). Impact of corporate governance on capital structure:

## O impacto do Ciclo de Vida na relação entre Governança Corporativa e o Custo de Capital das Organizações

---

mediating role of cost of capital. *Journal of Economic and Administrative Sciences*.  
<https://doi.org/10.1108/JEAS-09-2020-0157>

Marôco, J. (2014). *Análise Estatística com o SPSS Statistics* (6aed.). Lisboa: ReportNumber.

Marôco, J. (2018). *Análise Estatística com o SPSS Statistics*.: 7ª edição. ReportNumber, Lda.

Miles, R. E., & Snow, C. C. (1978). *Organizational strategy, structure, and process*. New York: McGraw-Hill. <https://doi.org/10.2307/257544>

Ohlson, J. A. (1995). Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661-687. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x>

Ohlson, J. A., & Juettner-Nauroth, B. E. (2000). Expected EPS and EPS Growth as Determinants of Value. Working paper.

Pamplona, Edgar. (2020). *Efeito Conjunto da Estrutura de Capital e da Folga Financeira no Desempenho de Empresas Brasileiras*. Tese de Doutorado, Universidade Regional de Blumenau, Blumenau, SC, Brasil.

Puni, A., & Anlesinya, A. (2020). Corporate governance mechanisms and firm performance in a developing country. *International Journal of Law and Management*.  
<https://doi.org/10.1108/IJLMA-03-2019-0076>

Rogers, P., Securato, J. R., & Ribeiro, K. C. D. S. (2008). Governança corporativa, custo de capital e retorno do investimento no Brasil. *REGE Revista de Gestão*, 15(1), 61-77.  
<https://doi.org/10.5700/rege324>

Sayanolu, W. A. (2020). Corporate Governance and the Cost of Debt: Evidence From Food and Beverage Companies in Nigeria. Available at SSRN 3543962. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3543962>

Shah, A., Khan, K., & Afraz, M. (2018). The Relationship between Implied Cost of Equity and Corporate Life Cycle Stages. *South Asian Journal of Management*, 12(2), 130-155.  
<https://doi.org/10.21621/sajms.2018122.02>

Silva, R. L. M. D. (2013). *Adoção completa das IFRS no Brasil: qualidade das demonstrações contábeis e o custo de capital próprio*. Tese de doutorado, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.

Soto, J. L. G., & Morera, M. C. (2005). *Modelos jerárquicos lineales*. Editorial La Muralla.

Utami, W., & Pernamasari, R. (2019). Study on asean listed companies: corporate governance and firm

## O impacto do Ciclo de Vida na relação entre Governança Corporativa e o Custo de Capital das Organizações

---

performance. *International Journal of Business, Economics and Law*, 19(5), 181-188.

Zgarni, I., Hlioui, K. and Zehri, F. (2016), “Effective audit committee, audit quality and earnings management: evidence from Tunisia”, *Journal of Accounting in Emerging Economies*, Vol. 6 No. 2, pp. 138-155. <https://doi.org/10.1108/JAEE-09-2013-0048>

*Submetido: 25/10/2021*

*Aceito: 02/06/2022*