



RGC, São Paulo, v. 2, n.1, art.1, pp. 37-65, abr. 2015.  
ISSN 2359-313X

**Reflexo das características do conselho de administração no endividamento de companhias abertas no Brasil**

***Reflection of the characteristics of board of directors on debt of brazilian companies***

Amanda Santos Lima da Cunha

E-mail: [amandajp91@hotmail.com](mailto:amandajp91@hotmail.com)

Universidade Federal da Paraíba – UFPB – Brasil

Cidade Universitária, João Pessoa – PB – Brasil, 58051-900.

Orleans Silva Martins

E-mail: [orleansmartins@yahoo.com.br](mailto:orleansmartins@yahoo.com.br)

Universidade Federal da Paraíba – UFPB – Brasil

Programa de Pós-Graduação em Administração (PPGA)

Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (PPGCC)

Cidade Universitária, João Pessoa – PB – Brasil, 58051-900.

**Recebido em: 05 de dezembro de 2014**  
**Aceito em: 16 de março de 2015**  
**Publicado em: 06 de maio de 2015**

## RESUMO

Este estudo teve o objetivo de identificar o reflexo das características dos Conselhos de Administração sobre a estrutura de endividamento das companhias abertas integrantes do Índice Brasil (IBrX) entre os anos de 2008 e 2012. Com base em uma revisão de literatura acerca da estrutura de capital e endividamento das empresas, do Conselho de Administração (CA) e sobre estudos assemelhados a esses temas, foi realizado um estudo com os dados dessas empresas coletados a partir de seus Formulários de Referência e do banco de dados da Economatica. No total, foram analisadas 483 observações anuais por meio de um painel de dados com a utilização de modelos de regressão multivariada. Seus principais resultados indicaram que as variáveis “idade dos membros”, “independência do presidente do conselho”, “número de membros” e “número de conselheiros indicados pelos minoritários” são fatores determinantes da estrutura de capital das empresas, influenciando de forma negativa seu nível de endividamento. Essas evidências ratificam a literatura existente relacionada à relevância do Conselho de Administração no processo de gestão de uma companhia.

**Palavras-chave:** Governança Corporativa. Conselho de Administração. Endividamento.

## ABSTRACT

This study aimed to identify the reflection of the characteristics of Board of Directors on the debt structure of public companies members of the Brazil Index (IBrX) between the years 2008 and 2012. Based on a literature review of the capital structure and corporate indebtedness, of the Board of Directors (BD) and about similar studies on these topics, a study was conducted with data of these companies collected from their reference forms and Economatica database. In total, 483 annual observations were analyzed using a panel data using multivariate regression models. Its main results indicated that the variables "age of the members," "independence of

the chairman of the board", "membership" and "number of directors appointed by the minority" are determinants of the capital structure, influencing negatively their level of indebtedness. These evidences confirm the existing literature related to the relevance of the Board of Directors in a company's management process.

**Keywords:** Corporate Governance. Board of Directors. Debt.

## INTRODUÇÃO

A origem da governança corporativa se deu a partir da separação entre o controle e a propriedade das empresas. Adam Smith, em sua obra *The Wealth of Nations* de 1776, foi um dos primeiros pesquisadores a observar que tal separação acarretaria a ocorrência de conflitos de interesses entre proprietários e gestores. Adam Smith já observava que era muito improvável que os gestores dessas empresas cuidassem bem do dinheiro de outras pessoas, como fazem com o seu (SIRQUEIRA, 2007).

No contexto histórico, Berle e Means (1932) apresentaram um estudo inovador sobre os potenciais custos e benefícios da separação entre o controle e a propriedade das empresas. A partir de então, esse tem ganhado importância, contribuindo para a elaboração de diferentes estudos na área de governança corporativa, tendo influenciado, inclusive, o desenvolvimento tanto da teoria econômica e jurídica, quanto de políticas e medidas tomadas por governos de países, como os Estados Unidos da América (EUA), maior mercado de capitais que se conhece (BUENO, 1999).

Para Martins *et al.* (2005), uma das preocupações da governança corporativa é a redução do chamado conflito de agência, que passa a existir no momento em que o agente, que deve sempre atuar no melhor interesse do principal, passa a atuar em seu próprio interesse (Jensen & Meckling, 1976). Portanto, as práticas de governança corporativa buscam, entre outras coisas, gerenciar os conflitos de interesses de todas as partes envolvidas com a organização para garantir que os interesses dos gestores (agentes) estejam alinhados com os interesses dos acionistas (principais).

Isso é ratificado por Martins, Silva e Nardi (2006) ao destacarem que a governança corporativa busca minimizar esse conflito de interesses. Ademais, Vieira *et al.* (2011) afirmam que a governança corporativa tem vínculo com princípios de boa gestão e boa governança que regem as decisões das empresas, mediante a supervisão de órgãos como o conselho de administração, o conselho fiscal e o comitê de auditoria, com a finalidade de otimizar o desempenho da companhia ao

proteger todas as partes interessadas na companhia.

A separação entre a propriedade (acionistas) e a gestão (executivos) das empresas é um dos pilares que sustentam a existência do Conselho de Administração. Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC (2009) o Conselho de Administração é um órgão colegiado e o principal componente do sistema de governança de uma empresa, encarregado do processo de decisão de uma organização em relação ao seu direcionamento estratégico. Dessa forma, possui importante papel na definição das estratégias da empresa e na conciliação dos interesses de proprietários e gestores.

Para Andrade *et al.* (2009), dentre as atividades do Conselho de Administração, estão o monitoramento das decisões e a supervisão da gestão, contratando, demitindo e definindo a remuneração dos executivos. Dessa forma, o conselho, mediante suas atribuições e suas características (nível de independência, quantidade de membros, grau de instrução etc.), pode afetar diretamente o desempenho da organização. Assim, o Conselho de Administração se destaca por suas atribuições, como monitorar e aprovar as decisões sobre estratégia, estrutura de capital, políticas de gestão, controles internos, entre outros (MARTINS *et al.*, 2012).

Uma diversidade de estudos tem sido realizada no intuito de explorar a relação entre as características do Conselho de Administração e sua influência em diferentes variáveis de estrutura e desempenho das organizações. Destaque seja dado àqueles que buscaram investigar a relação entre a independência dos membros que compõem os conselhos e o desempenho da empresa (Bhagat & Black, 1999, Dutra & Saito, 2002, Carter, Simkins, & Simpson, 2002, Helland & Sykuta, 2005). Também é comum a análise da relação entre a diversidade do conselho sobre o desempenho das empresas (Erhardt, Werbel, & Shrader, 2003, Bruère, Mendes-da-Silva, & Santos, 2007, Nielsen & Huse, 2010).

A relação entre o tamanho do conselho e o desempenho da empresa também tem destaque na literatura, em que à medida que o número de membros aumenta, a eficiência da empresa diminui e o número de conflitos aumenta (Lipton & Lorsh, 1992, Yermack, 1996, Carvalhal-da-Silva & Leal, 2005). No Brasil, especialmente, há estudos que investigaram a relação entre as características dos conselhos e o desempenho financeiro da empresa (Martins & Rodrigues, 2005, Martins *et al.*,

2012). Todavia, as literaturas internacional e nacional pertinente às relações do Conselho de Administração com o endividamento das firmas são escassas. No Brasil, em especial, apesar do estudo de Silva, Santos e Almeida (2011), verifica-se que ainda há carência de evidências que retratem a influências das características desses Conselhos sobre o endividamento e a estrutura de capital das empresas.

Nesse contexto, entende-se que o Conselho de Administração é um entre vários importantes instrumentos de governança corporativa que auxilia no controle interno da empresa, assegurando a boa relação entre a propriedade e a gestão. Com efeito, pelo fato desse conselho ter o poder de decisão em favor do melhor interesse da organização, esta pesquisa busca analisar as empresas de capital aberto no Brasil com vistas a responder ao seguinte problema de pesquisa: Quais são as relações existentes entre as características dos Conselhos de Administração e a estrutura de endividamento das empresas listadas na BM&FBOVESPA? Este grupo de empresas foi escolhido para a investigação por serem obrigadas pela legislação a possuírem um Conselho de Administração e por terem seus dados disponíveis publicamente para análise. Nesse sentido, teve-se o objetivo de identificar o reflexo das características dos Conselhos de Administração sobre a estrutura de endividamento das companhias abertas integrantes do Índice Brasil (IBrX) entre os anos de 2008 e 2012. Esse período foi definido levando em conta a publicação da Lei nº 11.638/2007, que modificou a estrutura das demonstrações contábeis das empresas e, por consequência, sua estrutura de endividamento.

Para isso, esta pesquisa foi estruturada em cinco seções, contendo, além desta introdução, uma revisão da literatura sobre estrutura de capital e conselho de administração na segunda seção, os procedimentos metodológicos na terceira, a análise dos dados e resultados na quarta seção e, por fim, as considerações finais.

## **REVISÃO BIBLIOGRÁFICA**

### **O Conselho de Administração**

A principal missão do Conselho de Administração é proteger e valorizar a organização, otimizar o retorno do investimento no longo prazo e buscar o equilíbrio

entre os anseios das partes interessadas (*shareholders* e *stakeholders*) (IBGC, 2009). Isso é ratificado por Moura e Beuren (2011) ao observarem que o conselho de administração deve orientar e monitorar a direção executiva, no que diz respeito aos parâmetros de valores a serem considerados na definição das estratégias organizacionais.

No Brasil, o Conselho de Administração é órgão obrigatório para as companhias de capital aberto desde 1976, com o advento da Lei das Sociedades por Ações, Lei nº 6.404/1976 e suas posteriores atualizações, que determina um mínimo de 3 (três) conselheiros em sua composição, com prazo de mandato não superior a 3 (três) anos, e suas atribuições e poderes não podem ser outorgados a outro órgão, criado por lei ou estatuto (BRASIL, 1976). A referida Lei ainda detalha suas atribuições e responsabilidades no Brasil, porém, Ecco (2010) destaca que, por existir diferentes empresas em diferentes países, com variadas culturas, é perfeitamente compreensível supor que os Conselhos de Administração realizem diferentes funções.

Ferreira e Quelhas (2007) afirmam que o Conselho de Administração é fundamental para o desenvolvimento das corporações, na medida em que ajuda e segue fielmente princípios básicos de governança corporativa, como transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa (IBGC, 2009), e observa a conduta de todos os envolvidos com a organização. Isso é ratificado por Bhagat e Bolton (2008) ao citarem que o CA tem o poder de fazer, ou pelo menos ratificar, todas as decisões importantes, incluindo decisões sobre as políticas de endividamento, investimento, de remuneração de administradores, entre outras.

No que concerne às características do CA (como média de idade, tamanho, segregação de funções, formação dos membros e seu grau de independência), nota-se que têm sido objetivo de diferentes estudos na literatura nacional (Santos, 2002, Moura & Beuren, 2011, Martins *et al.*, 2012). Moura e Beuren (2011), por exemplo, observaram que os CAs têm pouca independência devido à forte influência dos controladores das empresas nesses conselhos. Já Martins *et al.* (2012) verificaram que a quantidade de membros do gênero feminino e o prazo de mandato dos membros afetaram o desempenho dos bancos no Brasil. Todavia, observa-se que a maior parte desses estudos investiga a relação das características do conselho com o desempenho das organizações, sendo ainda escassez seu

relacionamento com as políticas de endividamento das empresas.

De acordo com Esperança *et al.* (2011) não existem relações evidentes entre a idade dos membros do Conselho de Administração e o valor das empresas, no entanto, a literatura de finanças sugere que uma diversidade etária pode viabilizar o processo de sucessão. Por um lado, têm-se membros mais jovens com uma visão de futuro mais ampla e, por outro lado, membros de idade mais avançada, comportando maiores responsabilidades, experiências e conhecimento. O IBGC (2009), por sua vez, ressalta que a idade é um fator de peso relativo, pois o que de fato importa é a contribuição do conselheiro para o CA e a organização.

Segundo Santos (2002) o tamanho do Conselho de Administração é outra característica relevante, que tem sido observada por diversos pesquisadores. Para Jensen (1993), conselhos com poucos membros podem ter melhor desempenho do que conselhos com muitos membros, pois estes últimos se tornam menos propensos a funcionar de forma eficaz e serem facilmente controlados pelo *Chief Executive Officer* (CEO). O IBGC (2009) informa que o número de conselheiros deve variar conforme o tipo da empresa, mas que o recomendável é um mínimo de 5 (cinco) e, no máximo, 11 (onze) membros.

Outra característica observada por Jensen (1993) e Coombes e Wong (2004) é a segregação dos cargos de presidente do Conselho de Administração (*chairman*) e de Diretor Executivo (CEO). Para os autores, tal separação constitui um fator indispensável para a independência do conselho, que pode sofrer influência se exercido por uma mesma pessoa. O IBGC (2009) enfatiza que deve ser evitado o acúmulo destas funções pela mesma pessoa, para que não haja a concentração de poder. Caso não seja possível tal separação, recomenda-se que os conselheiros independentes assumam as discussões acerca dos conflitos de interesses.

Já a independência de um conselho de administração está intimamente ligada à imparcialidade de seus membros na tomada de decisões, os quais não devem possuir nenhum tipo de vínculo com os executivos ou os acionistas da firma, é o que observa Brugni (2012). Para o IBGC (2009), há três classes de conselheiros: os independentes, os externos e os internos. Os conselheiros externos são aqueles que não possuem vínculo atual com a organização, mas não são independentes, como: ex-diretores, ex-funcionários, ex-consultores, entre outros.

Nesse contexto, este estudo emerge com a proposta de relacionar algumas



dessas características dos Conselhos de Administração de empresas abertas no Brasil com seus níveis de endividamento. Assim, apesar da escassez de estudos anteriores que as relacione o conselho ao endividamento das empresas, a seção seguinte reúne os principais estudos existentes na literatura nacional que relacionam o Conselho de Administração à estrutura de capital das empresas no Brasil.

## **Estrutura de Capital e Endividamento das Empresas**

Brito, Corrar e Batistella (2007) observam que estrutura de capital se refere à forma como as empresas utilizam capital próprio e capital de terceiros para financiar os seus ativos. Para esses autores, o capital próprio se refere a recursos fornecidos pelos sócios ou acionistas das empresas, enquanto o capital de terceiros envolve recursos obtidos por meio de endividamento, sejam de curto prazo ou de longo prazo. Nesse sentido, nos diferentes países, mercados ou setores de atuação, as empresas podem adotar estruturas diferentes, haja vista suas necessidades de capital para o desenvolvimento de suas atividades operacionais (Brito, Corrar, & Batistella, 2007)

A escolha da estrutura de capital de uma empresa envolve a análise da relação riscos e retornos de suas fontes de financiamentos, e é um dos principais temas de estudos na área de finanças corporativas (Donato, 2011). A principal questão envolvida nesse tema é se a forma de financiamento da empresa influencia seu valor (Brito, Corrar, & Batistella, 2007). Essa observação condiz com a teoria convencional (ou tradicional) apresentada por Durand (1952), que defende a existência de uma estrutura de capital ótima, a qual possui influência no valor das firmas. De acordo com essa corrente, o custo do capital de terceiros se mantém estável até um determinado nível de endividamento. Sendo o custo de capital de terceiros inferior ao custo de capital próprio, ao atingir o ponto em que o custo de capital alcançasse um patamar mínimo, a empresa maximizaria o seu valor (Brito, Corrar, & Batistella, 2007).

Por outro lado, contrapondo à teoria convencional, Modigliani e Miller (1958) defendem que a forma como a empresa se financia, sob certas condições (como a ausência de custos de falência, o fato de as empresas se situarem na mesma classe

de risco, a ausência de tributação, a ausência de crescimentos de fluxos de caixa das empresas e a ausência de assimetria de informação e custo de agência), é irrelevante para a determinação do seu valor. Assaf Neto (2008) observa que, para Modigliani e Miller (1958), o que realmente define o valor de uma empresa é a sua rentabilidade e o risco associado às suas decisões, e não a forma como ela é financiada.

Para Castro *et al.* (2009), as empresas normalmente não apresentam condições financeiras próprias e suficientes para atender aos recursos demandados pelas suas atividades. Desta forma, utiliza-se capital de terceiros. Nesse sentido, Brito, Corrar e Batistella (2007) afirmam que o mercado brasileiro apresenta certas imperfeições que influenciam as decisões de financiamento das empresas, como um restrito mercado de capitais, uma elevada concentração do controle acionário, uma forte restrição de fontes de capital de terceiros a longo prazo e altas taxas de juros. Além disso, outros fatores como a tangibilidade dos ativos, o tamanho da empresa, a rentabilidade, os custos de transação, a flexibilidade financeira e a oportunidade de crescimento, são destacados como determinantes da estrutura de capital e do endividamento das empresas (Tedeschi, 1997, Moreira & Puga, 2000, Figueiredo, 2007).

No Brasil, é possível identificar estudos que investigaram o perfil do endividamento de empresas listadas na BM&FBOVESPA, identificando-se, em geral, que há uma tendência de elevação do endividamento, especialmente por parte das empresas de grande porte (Soares, 2000, Brito, Corrar, & Batistella, 2007, Silva & Valle, 2008, Bressan *et al.* 2009, Castro *et al.*, 2009). Brito, Corrar e Batistella (2007), por exemplo, destacaram que fatores como tamanho e crescimento afetam o endividamento. Bressan *et al.* (2009) também destacam esses dois fatores, além da tangibilidade e lucratividade das firmas. No entanto, em relação ao mercado brasileiro, tanto na literatura internacional quanto na nacional, há uma escassez de estudos que relacionem o nível de endividamento das empresas às características de seus órgãos de gestão, como o Conselho de Administração.

## **Estudos sobre Conselho de Administração e Estrutura de Capital**

Dentre os estudos acerca do Conselho de Administração, alguns merecem destaque por terem o relacionado às decisões estratégicas da empresa e à sua estrutura de capital. Santos (2002) investigou a relação da independência do Conselho de Administração com o desempenho das empresas a partir da análise de estrutura dos conselhos e de indicadores de crescimento e lucratividade. O autor analisou uma amostra de 85 empresas listadas no Índice *Spencer Stuart* no ano de 1999 e na BM&FBOVESPA, cujas informações foram coletadas na base de dados da Economatica. Seus resultados indicaram a inexistência de relação entre a independência do conselho e o desempenho das empresas, assim como, também não foi possível identificar uma estrutura de conselho ideal ou adequada à realidade brasileira e capaz de melhorar o desempenho das empresas.

Mendes-da-Silva, Famá e Martelanc (2007) analisaram a existência de associações entre práticas e estruturas de governança corporativa, como a composição do Conselho de Administração e a participação dos executivos nos lucros da firma, com o seu nível de endividamento. A análise foi realizada com dados de 176 empresas de atividade manufatureira listadas na BM&FBOVESPA entre 1997 e 2001. Os resultados obtidos indicaram que empresas cujo presidente do conselho era um *outsider* apresentaram menor endividamento a curto prazo; simultaneamente, empresas que concederam participação nos lucros aos executivos tenderam a adotar maior endividamento.

Silveira, Perobelli e Barros (2008) investigaram a influência das práticas de governança corporativa sobre sua a estrutura de capital das empresas. Os autores analisaram uma amostra de 154 empresas não financeiras da BM&FBOVESPA entre os anos de 2001 e 2002. Segundo os autores, a qualidade da governança foi mensurada por um índice abrangente e as variáveis foram estimadas pelos métodos TOBIT, Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) e Mínimos Quadrados de Três Estágios. Seus resultados indicaram a possível relação de causalidade de mão dupla entre a qualidade da governança e a estrutura de capital, na medida em que ambas poderiam sofrer influência uma da outra; enquanto que a alavancagem financeira das empresas foi significativamente influenciada por suas práticas de governança.

Andrade *et al.* (2009) identificaram a relação entre a composição do Conselho de Administração e o valor de mercado e o desempenho das empresas abertas no

Brasil. Sua amostra foi composta por 147 companhias listadas na BM&FBOVESPA no período de 2004 a 2006. Seus resultados indicaram que a composição do conselho exercia influencia no valor de mercado e no desempenho das companhias. Ainda, a quantidade de conselheiros mostrou-se positivamente relacionada tanto com o valor quanto com o desempenho, e as características das empresas, como endividamento e tamanho, provocaram efeitos diferentes nas empresas, conforme suas características individuais.

Vieira *et al.* (2011) avaliaram se a adoção de práticas de governança corporativa, sobretudo do Conselho de Administração, altera a estrutura de capital e o desempenho das empresas. Os autores utilizaram uma amostra de 84 empresas listadas nos segmentos diferenciados de governança da BM&FBOVESPA, com a utilização de testes de diferenças e aplicação de regressão em painel, com o propósito de identificar as alterações e a influências na estrutura e desempenho das empresas. Segundo os resultados, na medida em que aumentava a independência do conselho, ocorria uma variação menor nos retornos das ações, assim como, em relação ao indicador estrutura de capital, os resultados mostraram que a independência do conselho apresentava coeficiente negativo em relação aos retornos.

Por fim, destaca-se o trabalho de Silva, Santos e Almeida (2011), que investigaram a influência do conselho de administração sobre o endividamento das empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA, apenas no ano de 2008. Os autores utilizaram, para esta análise, o método de MQO em uma amostra de 129 empresas. Os resultados indicaram uma relação negativa do conselho com o endividamento total e de longo prazo, mas positiva quanto às dívidas de curto prazo. Desta forma, os autores concluíram que a concentração de propriedade das empresas brasileiras reflete uma aversão ao endividamento por parte dos controladores.

Nesse sentido, haja vista um único trabalho encontrado na revisão de literatura que mais tenha se assemelha a este estudo, verifica-se que na literatura nacional há escassez de estudos que investiguem com maior profundidade os reflexos das características dos conselhos na estrutura de endividamento das empresas. Nesse sentido, destacam-se as principais diferenças entre este estudo e o de Silva, Santos e Almeida (2011), uma vez que este analisa uma amostra maior

(483 observações), com empresas de alta liquidez (IBrX), durante um período maior (5 anos), com a inclusão de diferentes características do conselho, utilizando-se dados em painel. Todavia, cabe salientar que este pode ser considerado um avanço daquele, no sentido de que aumenta a amostra e o período de análise, além de aplicar um método mais robusto, que considera também a série temporal em sua análise. Assim, é possível afirmar que os resultados deste estudo apresentam maior robustez.

## METODOLOGIA

### População e Amostra

A população objeto de análise deste estudo foi composta pelas companhias abertas listadas no Índice Brasil (IBrX) da BM&FBOVESPA, que lista as 100 ações mais líquidas de um período. De acordo com a BM&FBOVESPA (2013), o IBrX é um índice de preços que mede o retorno de uma carteira teórica composta por 100 ações selecionadas entre as mais negociadas na bolsa, em termos de número de negócios e volume financeiro. Essas ações são ponderadas na carteira do índice pelo seu respectivo número de ações disponíveis à negociação no mercado. Optou-se pela investigação dessas companhias devido ao fato de serem aquelas com maior volume de operações e constantes negociações de suas ações.

Quanto ao período analisado, iniciou-se no ano de 2008, devido à promulgação da Lei nº. 11.638/2007, que alterou significativamente a estrutura das demonstrações contábeis, cujas mudanças influenciaram a estrutura de capital das empresas. Tal lei inseriu aspectos das *International Financial Reporting Standards* (IFRS) na Contabilidade brasileira, mudando, entre outros aspectos, os grupos de ativo e passivo de curto e longo prazos. Findou-se o período analisado no ano de 2012, devido à disponibilidade das informações necessárias à realização do estudo até o momento da coleta dos dados. Com isso, foram analisadas as informações de 2008 a 2012.

Para a seleção das empresas foi considerado o IBrX do mês de dezembro de cada ano. Ainda, empresas que possuíam mais de uma ação listada no índice foram

consideradas apenas uma vez. Como no próprio IBrX já não se considera empresas que estiverem sob regime de recuperação judicial, processo falimentar, situação especial, ou sujeitas a prolongado período de suspensão de negociação (BM&FBOVESPA, 2013), teve-se, ao final, uma amostra de 483 observações anuais analisadas.

### Dados e Variáveis Analisadas

Para a realização deste estudo foram coletados dados referentes ao endividamento e ao Conselho de Administração das empresas integrantes da amostra. No que se refere às variáveis de endividamento, as informações de suas Demonstrações Financeiras Consolidadas foram coletadas a partir da base de dados da Economatica®. Como demonstra o Quadro 1, foi considerada a participação de capital de terceiros em relação ao ativo total e ao patrimônio líquido das companhias.

**Quadro 1 – Variáveis dependentes referentes ao endividamento. 2008 – 2012.**

Índice	Fórmula	Descrição
(1) Participação do Capital de Terceiros sobre os Recursos Totais	$ET_{it} = \frac{\text{Exigível Total}_{it}}{\text{Ativo Total}_{it}}$	Indica quanto do Ativo Total é financiado com recursos de terceiros. Quanto maior o índice, maior o endividamento.
(2) Participação de Capital de Terceiros sobre o Patrimônio Líquido	$EPL_{it} = \frac{\text{Exigível Total}_{it}}{\text{Patrimônio Líquido}_{it}}$	Indica o percentual de Endividamento em relação ao Patrimônio Líquido. Quanto maior o índice, maior é a dependência a recursos de terceiros.

Notas: em que  $ET_{it}$  é o Endividamento Total da empresa  $i$  no período  $t$  e  $EPL_{it}$  é o Endividamento em relação ao Patrimônio Líquido da empresa  $i$  no período  $t$ .

Os dados referentes às características dos Conselhos de Administração foram coletados a partir das informações disponíveis nos Formulários de Referência das empresas em cada um dos anos analisados. Tais formulários foram obtidos a partir de das páginas eletrônicas das empresas ou da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Dessa forma, foram coletadas as informações referentes ao número de membros, à média de idade dos membros, ao número de conselheiros

independentes, aos conselheiros indicados pelos acionistas minoritários, à média de remuneração, à independência do presidente do conselho, à dualidade das funções de presidente e CEO e quanto à formação dos membros, como resume o Quadro 2.

**Quadro 2 – Variáveis independentes referentes às características do conselho. 2008 – 2012.**

Característica	Tipo	Descrição
(1) Número de Membros	Contínua	Total de membros que compõem o CA.
(2) Idade	Contínua	Média de idade de todos os membros do CA.
(3) Número de Conselheiros Independentes	Contínua	Número total de conselheiros independentes presentes no CA da empresa.
(4) Número de Conselheiros Indicados por Minoritários	Contínua	Número total de conselheiros que foram indicados pelos acionistas minoritários.
(5) Remuneração	Contínua	Média anual da remuneração de todos os membros do CA.
(6) Independência do Presidente do Conselho	Binária	Quando o presidente do CA for independente assume valor 1 (um); quando contrário, assume valor 0 (zero).
(7) Não Dualidade Presidente x Executivo Principal (CEO)	Binária	Quando o presidente do CA for uma pessoa diferente do CEO assume valor 1 (um), quando for a mesma pessoa responsável por ambos os cargos, assume valor 0 (zero).
(8) Formação dos Membros	Binária	Quando no mínimo 50% dos membros são formados na área de negócios (Administração, Contabilidade e Economia) assume valor 1 (um); quando menor que 50%, assume valor 0 (zero).

Notas: em que CA é o Conselho de Administração e CEO é o *Chief Executive Officer*.

Desta forma, para identificar as relações existentes entre as características dos Conselhos de Administração e o endividamento das empresas, foram estimadas duas regressões com dados em painel.

### Regressões Estimadas

Para analisar o reflexo das características dos conselhos no endividamento das empresas foram estimadas duas regressões com dados em painel, sendo uma para a variável dependente “endividamento total” e outra para a variável



“endividamento sobre o patrimônio líquido”. Dessa forma, o modelo de regressão é apresentado conforme Equação 1.

$$Y = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \dots + \beta_i x_i + \varepsilon \quad (1)$$

Em que,  $Y$  representa a variável dependente relacionada ao endividamento,  $\beta_0$  é o coeficiente da constante,  $\beta_1 \dots \beta_i$  os parâmetros estimados do modelo,  $x_1 \dots x_i$  as variáveis independentes referentes às características dos Conselhos de Administração, e  $\varepsilon$  é o termo de erro do modelo. Nesse sentido, a primeira regressão relacionou o endividamento total (ET) às características do conselho, conforme Equação 2.

$$ET = \beta_0 + \beta_1 \text{Membros} + \beta_2 \text{Idade} + \beta_3 \text{Independentes} + \beta_4 \text{Minoriatios} + \beta_5 \text{PresIndependente} + \beta_6 \text{PresCEO} + \beta_7 \text{Formacao} + \varepsilon \quad (2)$$

Em seguida, foi estimado um segundo modelo de regressão que relacionou o endividamento sobre o patrimônio líquido às características do conselho, como a Equação 3.

$$EPL = \beta_0 + \beta_1 \text{Membros} + \beta_2 \text{Idade} + \beta_3 \text{Independentes} + \beta_4 \text{Minoriatios} + \beta_5 \text{PresIndependente} + \beta_6 \text{PresCEO} + \beta_7 \text{Formacao} + \varepsilon \quad (3)$$

No que tange aos dois modelos estimados (2 e 3), cabe ressaltar que a variável independente “remuneração” foi removida dos dois modelos devido ao grande número de informações ausentes (*missing values*) ao longo do período analisado. Não foi possível encontrar tal informação em grande parte dos Formulários de Referência analisados. Assim, sua manutenção nos modelos reduzia sensivelmente a quantidade de observações analisadas e poderia distorcer a análise.

Por fim, destaca-se que foram utilizados os testes de *Breusch-Pagan* para decidir entre a estimação por *pooled* ou por efeitos aleatórios, de *Chow* para decidir por *pooled* ou efeitos fixos, e de *Hausman* para decidir por efeitos fixos ou aleatórios. Após a realização desses testes, verificou-se que a estimação por *pooled*



era a mais consistente. Ainda, para atestar que as regressões estimadas não são espúrias, foi verificado que não houve autocorrelação entre os resíduos (*Durbin-Watson*) e que o teste F indicou significância dos modelos a um nível de significância de 5% ( $p < 0,05$ ). E para garantir a não existência de heterocedasticidade os modelos foram estimados pela matriz de covariância de *White*.

## APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

### Análise e Discussão dos Resultados

Com a finalidade de identificar como se configuram as características do Conselho de Administração e a estrutura de capital das empresas analisadas, reúnem-se na Tabela 3 as estatísticas descritivas de todas as variáveis investigadas.

No tocante ao endividamento total das empresas, percebe-se que a média de todas as empresas foi 68,03% do seu ativo total, o que indica que as empresas utilizaram nesse período mais capital de terceiros para financiar seus ativos. Essa média é superior àquela encontrada por Silva, Santos e Almeida (2011), que foi 57,61%. Essa diferença pode ser justificada pelas diferenças existentes entre as empresas, no que se refere a porte e setor, por exemplo, pois pode ser afetada por valores extremos. Dessa forma, também foi analisada a mediana do endividamento total, no intuito de evitar distorções causadas por valores extremos. Nota-se que a mediana deste estudo foi 58,10%, enquanto que o menor nível foi de 1,74% de endividamento total e o maior percentual foi de 3.562,5%. Essa mediana se aproxima daquela encontrada por Silva, Santos e Almeida (2011), que foi 55,66%. Isso fortalece o argumento de que valores extremos na amostra deste estudo afetaram sua média.

Quanto à relação do endividamento com o patrimônio líquido (PL) dessas companhias, observa-se que a média dessa variável foi de 244,44%, o que indica que, em média, as empresas possuem mais que o dobro do seu patrimônio líquido em dívidas totais (curto e longo prazo). Observa-se, ainda, que a mediana do

endividamento sobre o patrimônio foi de 133,05%. O mínimo foi de -3.730,30%, indicando relação negativa com um patrimônio líquido. Quando se extrai da amostra as empresas com PL negativo (6 observações), o mínimo passa a ser 261,11%. Já o máximo foi de 8.079,10%, conforme Tabela 1. Esses valores extremos apresentam forte influência nas médias observadas.

**Tabela 1 – Estatísticas descritivas das variáveis analisadas. 2008 – 2012.**

Variáveis	Média	Mediana	Mínimo	Máximo
Endividamento Total	68,03%	58,10%	1,74%	3.562,50%
Endividamento sobre o PL	244,44%	133,05%	-3.730,30%	8.079,10%
Nº de membros	8,54	8	3	17
Idade	56,30	56,27	40,00	71,67
Nº de Conselheiros independentes	2,61	2	0	13
Nº de Conselheiros indicados por minoritários	1,92	1	0	13
Remuneração anual dos membros do CA*	R\$ 454.797	NC	R\$ 5.564	R\$ 20.000.000
Independência do presidente do CA	0,06	0	0	1
Não Dualidade Presidente x CEO	0,83	1	0	1
Formação dos Membros	0,40	0	0	1

Notas: em que PL é o Patrimônio Líquido, CA é o Conselho de Administração, CEO é o *Chief Executive Officer*, NC é não consta e \* é a remuneração média paga a todos os membros do Conselho de Administração da empresa.

Fonte: Dados da pesquisa.

Em relação às características do Conselho de Administração, nota-se que em média são formados por 8,54 membros (com mediana 8), número maior que o observado por Martins *et al.* (2012) para bancos brasileiros. O menor conselho foi composto por 3 membros e, o maior, por 17 membros. Ressalta-se que a quantidade recomendada pelo IBGC (2009) é entre 5 e 11 membros, e o mínimo de 3 membros está de acordo com a Lei nº. 6.404/76 (BRASIL, 1976). Quanto à idade dos membros, percebe-se uma média de 56,3 anos, superior àquela observada por Bruère, Mendes-da-Silva e Santos (2007), que foi de 53,8 anos. Quanto à menor média, os conselheiros tinham em média 40 anos e a maior média foi de 71,67 anos. Em relação aos conselheiros independentes, a média foi de 2,61 (com mediana 2). Considerando essa média e a quantidade de membros, nota-se que o grupo de empresas analisadas possui, em média, 30,56% de membros independentes

(2,61/8,54), percentual acima do mínimo indicado pelo IBGC (2009). Todavia, é possível notar que havia empresas sem membros independentes (mínimo = 0) e que o máximo de independentes foi 13.

O número médio de conselheiros indicados pelos acionistas minoritários foi de 1,92. A mediana dessa variável foi 1, enquanto o menor número de indicados foi 0 (zero) e o maior 15. Quanto à remuneração de todo o conselho, verifica-se uma média anual no valor de R\$ 454.797, com a menor média de R\$ 5.564 e maior de R\$ 20.000.000. Todavia, atenta-se que esta variável apresentou muitos valores ausentes, portanto, esses valores são apenas das organizações que se pode encontrar tal informação no Formulário de Referência (239 observações). Por essa razão, nas análises de regressão ela foi omitida.

Em referência à independência do presidente do conselho, considerando que ela poderia assumir valores binários (1 para sim ou 0 para não), observa-se que em média 6% das empresas possuíam um presidente independente. Essa característica, segundo o IBGC (2009) busca assegurar o equilíbrio de interesses entre os envolvidos na organização. Portanto, nota-se que a maioria das companhias não apresentou essa preocupação. Quanto a não dualidade de funções de *chairman* e CEO, nota-se que em aproximadamente 83% ela não ocorreu. Já em relação à formação dos membros do conselho, cerca de 40% dos conselhos possuem mais da metade de seus conselheiros formada na área de negócios (Administração, Contabilidade ou Economia).

Na Tabela 2 são apresentadas as médias de cada uma dessas variáveis para cada um dos anos analisados. Destaca-se a variação entre os anos, que é explicada pelas mudanças na composição do IBrX ao final de cada ano. Observando as variáveis, nota-se que o endividamento total variou de 63,53% (em 2008) para 93,9% (em 2009), sendo reduzido em 2010 para 56,51%. Essa variação pode ter sofrido influência da crise dos *subprimes*, que alcançou o mercado brasileiro, que demonstrou recuperação nos anos seguintes. Todavia, atenta-se que essa hipótese não foi testada por este estudo, haja vista que outros fenômenos podem ter afetado essa variação.

**Tabela 2 – Média das variáveis analisadas, por ano. 2008 – 2012.**

Variáveis	2008	2009	2010	2011	2012
Endividamento Total	63,53%	93,90%	56,51%	58,19%	68,03%
Endividamento sobre o PL	406,58%	233,77%	226,31%	120,44%	246,77%
Nº de membros	8,49	8,44	8,47	8,74	8,53
Idade	55,91	56,72	56,08	56,45	56,29
Nº de Conselheiros independentes	2,70	2,69	2,41	2,64	2,61
Nº de Conselheiros ind. por minoritários	1,34	1,49	2,36	2,45	1,91
Remuneração anual dos membros do CA*	R\$ 3.833.142	R\$ 311.998	R\$ 484.187	R\$ 278.195	R\$ 358.880
Independência do presidente do CA	0	0,09	0,05	0,04	0,04
Não Dualidade Presidente x CEO	0,83	0,81	0,82	0,87	0,83
Formação dos Membros	0,40	0,39	0,46	0,35	0,30

Notas: em que PL é o Patrimônio Líquido, CA é o Conselho de Administração, CEO é o *Chief Executive Officer* e \* é a remuneração média paga a todos os membros do Conselho de Administração da empresa.

Fonte: Dados da pesquisa.

O endividamento sobre o patrimônio líquido também apresentou oscilações nesse período, decrescendo de 406,58% (em 2008) para 233,77% (em 2009), movimento distinto do observado no anterior, devido à influência da maior frequência de PL negativos nesse ano. Todavia, quando se omite dessa análise as empresas com PL negativo, verifica-se que a média de endividamento sobre o patrimônio líquido varia de 327,77% (em 2008) para 445,73% (em 2009). Quanto às variáveis do conselho, observa-se que apresentaram menor variância, com exceção da remuneração dos membros, devido à inconstância de dados nos formulários.

### **Análise das Relações Existentes entre as Variáveis**

Para a análise do reflexo das características dos Conselhos de Administração sobre o endividamento das empresas foram estimadas duas regressões. Esse tipo de análise requer a consideração de alguns pressupostos básicos, com o intuito de garantir a robustez dos modelos estimados. Dessa forma, foram verificadas a independência dos resíduos, a homocedasticidade e a multicolinearidade, conforme Tabelas 3 e 4, a seguir.

A independência dos resíduos foi avaliada por meio do teste *Durbin-Watson*, que verificou a existência do problema de autocorrelação, que consiste na influência dos valores entre os resíduos. Esse teste apresentou o valor de 1,859 para a regressão que teve como variável dependente o “endividamento total” e o valor de 1,6141 para o modelo com o “endividamento sobre o PL”. Para verificar a existência de heterocedasticidade, pressuposto de que os termos de erros são oscilantes, o que segundo Gujarati (2006) pode ocorrer na presença de dados discrepantes ou da omissão de variáveis importantes no modelo, utilizou-se o teste de *White*. O teste não rejeitou sua hipótese nula de homocedasticidade. Dessa forma, para evitar esse problema os modelos foram estimados com matriz robusta de *White*.

Quanto à normalidade dos resíduos, as variáveis do modelo não apresentam distribuição normal, o que é comum para variáveis econômicas e financeiras. No entanto, devido ao número de observações (483) esse pressuposto pode ser relaxado com base no Teorema do Limite Central e na Lei dos Grandes Números (Brooks, 2008).

Quanto à multicolinearidade, a matriz de correlação revelou que a maior correlação entre as variáveis explicativas foi de 0,308, entre a quantidade de membros independentes e o fato de o presidente do conselho ser independente. No entanto, como observa Gujarati (2000), quando essa correlação é inferior a 0,8 a multicolinearidade não apresenta problema para o modelo de regressão. Por fim, os coeficientes determinação ( $R^2$ ) dos modelos de cerca de 6% indicam quanto as variáveis explicativas podem explicar das variações observadas nas variáveis dependentes.

O primeiro modelo estimado, apresentado na Tabela 3, indica que entre as sete características dos Conselhos de Administração que foram relacionadas ao endividamento das empresas, apenas duas demonstraram reflexos estatisticamente significativos. A média de idade dos conselheiros demonstrou reflexo negativo sobre o endividamento total (-0,584), indicando que empresas que possuem conselheiros mais experientes tendem a ter menor nível de endividamento. Uma possível explicação para esse resultado é a aversão a dívidas por parte de conselheiros mais velhos, que segundo Harford, Li e Zhao (2007) tendem a ter preferências de risco que os levam a escolher estruturas de capitais mais conservadoras.

**Tabela 3 – Relações do Exigível/ Ativo Total com as Características do Conselho**

Variáveis	Coefficiente #	Estatística t	Erro-Padrão
Constante	84,155	6,195***	13,583
Número de membros	0,501	0,735	0,682
Idade	-0,584	-2,902***	0,202
Num. Cons. Independentes	0,946	1,119	0,845
Num. Cons. Ind. Minoritários	-0,429	-0,780	0,550
Independência do Presidente do CA	-12,393	-1,967*	6,299
Não Dualidade Presidente x CEO	0,808	0,197	4,084
Formação	1,349	0,452	2,980
Coeficiente de determinação (R <sup>2</sup> )	0,063		
Estatística F	1,974**		
<i>Durbin-Whatson</i>	1,859		

Notas: em que CA é o Conselho de Administração, CEO é o *Chief Executive Officer*, # foram estimados com matriz robusta para heterocedasticidade, \*\*\* significante a 1%, \*\* significante a 5% e \* significante a 10%.

Fonte: Dados da pesquisa.

Outra característica significativa sobre o endividamento foi a independência do presidente do Conselho de Administração (-12,393), com efeito negativo. Isto sugere que empresas com presidente independente tendem a recorrer menos a capital de terceiros. Esse resultado corrobora as evidências de Mendes-da-Silva, Famá e Martelanc (2007), que destacam que essa relação indica que um conselho que possui um presidente independente afeta de forma negativa sua dependência de capital de terceiros, ou seja, seu endividamento tende a ser menor. Este resultado também ratifica a observação do IBCG (2009), no Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa, que recomenda que o presidente do Conselho de Administração, devido às suas responsabilidades perante a organização, tenha máxima independência em relação às partes interessadas na organização.

Ainda, a constante dessa regressão foi significativa, indicando que há outras variáveis que podem ter relação significativa com a variável dependente, mas que não foram incluídas nesse modelo. Ademais, as outras características relacionadas ao endividamento total não apresentaram relações significantes, não sendo possível afirmar que elas são diferentes de 0 (zero), e, por essa razão, não foram objeto de

análise.

O segundo modelo, apresentado na Tabela 4, indica que duas das sete características relacionadas ao endividamento sobre o patrimônio líquido das empresas demonstraram reflexos estatisticamente significativos. O número de membros do conselho teve efeito negativo (-28,355), sugerindo que empresas que possuem Conselhos de Administração maior tendem a ter menor relação entre sua dívida e seu patrimônio. Andrade *et al* (2009) observa que conselhos que possuem uma quantidade maior de membros monitoram de forma mais eficiente as decisões dos administradores, em especial sobre as operações da empresa. Logo, é razoável que essas empresas tenham uma tendência de apresentar menor relação de sua dívida com seu patrimônio, seja pela redução da dívida ou aumento do patrimônio, haja vista a maior acurácia na análise de suas decisões de financiamento e investimento.

**Tabela 4 – Relações do Exigível/Patrimônio Líquido com as Características do Conselho**

Variáveis	Coefficiente #	Estatística t	Erro-Padrão
Constante	412,072	2,340**	307,337
Número de membros	-28,355	-1,901*	14,909
Idade	1,279	0,248	5,143
Num. Cons. Independentes	1,197	0,050	23,667
Num. Cons. Ind. Minoritários	-17,304	-1,910*	14,300
Independência do Presidente do CA	17,2700	0,097	176,250
Não Dualidade Presidente x CEO	12,828	0,133	95,993
Formação	-99,856	-1,419	70,359
Coeficiente de determinação (R <sup>2</sup> )	0,056		
Estatística F	1,917**		
Durbin-Whatson	1,814		

Notas: em que CA é o Conselho de Administração, CEO é o *Chief Executive Officer*, # foram estimados com matriz robusta para heterocedasticidade, \*\* significante a 5% e \* significante a 10%.

Fonte: Dados da pesquisa.

Outra característica que apresentou efeito negativo sobre a relação do endividamento com o patrimônio das companhias foi o número de conselheiros indicados pelos acionistas minoritários (-17,304). Esse resultado ratifica a orientação do IBGC (2009) de que o conselho deve proteger e valorizar a organização, otimizar



o retorno do investimento no longo prazo e buscar o equilíbrio entre os anseios das partes interessadas. Entre essas partes estão os acionistas minoritários, que pelo meio da indicação de um membro demonstram influência na redução da proporção de dívida da empresa em relação ao seu patrimônio líquido.

Neste modelo, a constante também foi significativa. Já as demais características não apresentaram relações significativas, não sendo possível afirmar que elas são diferentes de 0 (zero), e, por essa razão, não foram objeto de análise.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo buscou identificar o reflexo das características dos Conselhos de Administração sobre a estrutura de endividamento das companhias abertas integrantes do Índice Brasil (IBrX) entre os anos de 2008 e 2012. Seus principais resultados indicaram que as variáveis “idade dos membros”, “independência do presidente do conselho”, “número de membros” e “número de conselheiros indicados pelos minoritários” são fatores determinantes da estrutura de capital das empresas, influenciando de forma negativa seu nível de endividamento. Essas evidências ratificam a literatura existente relacionada à relevância do Conselho de Administração no processo de gestão de uma companhia.

No que tange ao reflexo sobre o endividamento das empresas, este estudo apresenta evidências relevantes de que o nível de endividamento pode ser influenciado pelas características de composição do Conselho de Administração, sugerindo que a escolha de fatores como a experiência de seus membros, pode reduzir o endividamento da empresa. Certamente conselheiros com maior tempo de profissão e *expertise* podem favorecer a escolha de melhores alternativas de financiamento para a empresa e, conseqüentemente, de gestão de seus recursos para que tenham menor dependência de capital externo. Ainda, destaca-se a independência do presidente do CA, que possivelmente tem maior liberdade para a tomada de decisões sobre decisões de capital.

Também merece destaque o tamanho do Conselho de Administração, que demonstrou relação negativa com o endividamento. Conselhos maiores tendem a ser mais diversificados e, conseqüentemente, aumentam as possibilidades de relação da empresa com fontes de capital e isso lhe possibilita a escolha de fontes menos



onerosas. E, como última característica estatisticamente influente, a representação dos acionistas minoritários. Essa representação pode exercer maior pressão sobre os controladores das empresas no sentido de melhor gerir o capital de giro da companhia.

Sobretudo, surpreende a não significância de fatores como o grau de independência do conselho como um todo, por meio de membros externos, assim como a dualidade de funções, com o acúmulo dos cargos de *chairman* e CEO. Possivelmente essas variáveis possam ter sido afetadas por outras relações, que tenham reduzido suas influências sobre a gestão das companhias analisadas, ou as *proxies* utilizadas não tenham capturado com eficácia seus reflexos.

No que se refere às contribuições deste estudo, destacam-se, primeiramente, as contribuições empíricas, em que as características do Conselho de Administração afetam o endividamento, confirmando, assim, a importância das decisões de composição desse conselho pela alta gestão da companhia. Em segundo plano, destacam-se as contribuições metodológicas, como a utilização de um painel de dados com maior série temporal que os estudos anteriores, aplicando necessário rigor metodológico para a devida robustez dos resultados.

Por fim, atenta-se para as limitações desta pesquisa, que se referem: à base de dados utilizada, que em parte foi secundária (Economatica); e a omissão de variáveis importantes para a análise, que não foram identificadas neste estudo, ou que não dispunham de informações suficientes, tendo em vista as constantes significantes nas duas regressões. No entanto, destaca-se que essas limitações não invalidam o estudo em tela. Ainda, sugere-se para a realização de estudos futuros, o aumento do período analisado a partir de 2008, a consideração da implantação das *full IFRS* em 2010, além de controles por setor, tamanho e tipo de controle das firmas.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Almeida, J. C. G., Scalzer, R. S., & Costa, F. M. (2008). Níveis diferenciados de governança corporativa e grau de conservadorismo: estudo empírico em companhias abertas listadas na BOVESPA. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 2(2), 118-131.

Andrade, L. P., Salazar, G. T., Calegário, C. L. L., & Silva, S. S. (2009). Governança corporativa: uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. *Revista de Administração Mackenzie*, 10(4), 4-31.

Berle, A., & Means, G. (1932). *The modern corporation and private property*. New York: Macmillan Publishing Company.

Bhagat, S., & Black, B. (1999). The uncertain relationship between board composition and firm performance. *Business Lawyer*, 54, 921-963.

Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 14, 257-273.

BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo. *Segmentos de Listagem*. Recuperado em 09 de junho, 2013, de: [http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas\\_ segmentos-de-listagem.asp](http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_segmentos-de-listagem.asp).

Brasil. *Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Recuperado em 21 de julho, 2013, em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6385.htm).

Bressan, V. G. F., Lima, J. E., Bressan, A. A., & Braga, M. J. (2009). Análise dos determinantes do endividamento das empresas de capital aberto do agronegócio brasileiro. *Revista de Economia e Sociologia Rural*, 47(1), 89-122.

Brito, G. A. S., Corrar, L. J., & Batistella, F. D. (2007). Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18(43), 9-19.

Brooks, C. (2008). *Introductory econometrics for finance*. 2<sup>nd</sup> ed. Cambridge: Cambridge University Press.

Bruère, A. J., Mendes-da-Silva, W. M., & Santos, J. F. (2007). Aspectos da governança corporativa de empresas listadas na Bovespa: um estudo exploratório sobre a composição e perfil dos conselhos de administração. *BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 4(2), 149-159.

Brugni, T. V. (2012). *Conselhos de Administração: Uma Análise das suas Características e Impacto sobre as Firms no Mercado Acionário Brasileiro*. Dissertação de Mestrado, Universidade Federal do Espírito Santo, Vitória, ES, Brasil.

Bueno, A. F. (1999). Problemas de disclosure no Brasil: o caso das empresas com ações no exterior. *Caderno de Estudos*, 20, 1-13.

Carter, D. A., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2002). Corporate governance, board diversity and firm value. *Working paper*. Oklahoma State University.

Carvalho-da-Silva, A. L., & Leal, R. P. C. (2005). Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. *Revista Brasileira de Finanças*, 3(1), 1-18.

Castro, F. A. R., Morch, R. B., Machado, E. A., & Marques, J. A. V. C. (2009).

Análise da evolução do endividamento: estudo sobre as empresas brasileiras distribuidoras de energia elétrica (2001-2007). *Anais do Seminário em Administração*, São Paulo, SP, Brasil, 11.

Coombes, P., & Wong, C. Y. (2004). Chairman and CEO: one job or two? *The McKinsey Quarterly*, 2, 23-43.

Costa, G. S. (2008). *A Influência da Governança Corporativa no Desempenho Econômico em Empresa de Capital Aberto*. Dissertação de Mestrado, Universidade Católica do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, RS, Brasil.

Donato, L. G. (2011). *Liquidez e estrutura de capital das empresas brasileiras de capital aberto*. Dissertação de Mestrado, Universidade de São Paulo, São Carlos, SP, Brasil.

Durand, D. (1952). Cost of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. *Anais da Conference on Research on Business Finance*, New York, NY, Estados Unidos.

Dutra, M. G. L., & Saito, R. (2002). Conselhos de administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração Contemporânea*, 6(2), 09-27.

Ecco, I. L. (2010). *Conselhos de administração das empresas reguladas no Brasil: conexões políticas e o seu desempenho*. Dissertação de Mestrado, Universidade do Vale do Itajaí, Biguaçu, SC, Brasil.

Erhardt, N. L., Werbel, J. D., & Shrader, C. B. (2003). Board of director diversity and firm financial performance. *Corporate Governance*, 11(2), 102-111.

Esperança, J. P., Sousa, A., Pereira, I., & Soares, E. (2011). *Corporate Governance no Espaço Lusófono: normas, práticas e sustentabilidade no contexto global*. Texto Editores.

Ferreira, M. D., & Quelhas, O. L. G. (2007). Avaliação Qualitativa das Decisões do Conselho de Administração: O Caso de Uma Instituição Financeira. *Revista Gestão Industrial*, 3(3), 128-147.

Figueiredo, G. (2007). *Determinantes da composição do endividamento de longo prazo das empresas brasileiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo: uma abordagem empírica*. Dissertação de Mestrado, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.

Gujarati, D. N. (2006). *Econometria básica*. 4<sup>th</sup>. ed. Rio de Janeiro: Elsevier.

Harford, J., Li, K., & Zhao, X. (2007). Corporate boards and the leverage and debt maturity choices. *Working paper*. Seattle, University of Washington.

Helland, E., & Sykuta, M. (2005). Who's monitoring the monitor? Do outside directors protect shareholders' interests? *The Financial Review*, 40(2), 155-172.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2009). *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 4. ed. São Paulo: IBGC.

Jensen, M. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

Lipton, M., & Lorsch, J. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *Business Lawyer*, 48(1), 59-77.

Martins, H. C., & Rodrigues, S. B. (2005). Atributos e papéis dos conselhos de administração nas empresas brasileiras. *Revista de Administração de Empresas*, Edição Especial, 23-35.

Martins, O. S., Mazer, L. P., Lustosa, P. R. B., & Paulo, S. (2012). Características e competências dos conselhos de administração de bancos brasileiros e sua relação com seu desempenho financeiro. *Revista Universo Contábil*, 8(3), 40-61.

Martins, S. M., Silva, T. R., Barros, A. S., & Tinoco, J. E. P. (2005). Governança corporativa: teoria e prática. *Revista Eletrônica de Gestão de Negócios*. 1(3), 76-90.

Martins, V. A., Silva, R. L. M., & Nardi, P. C. C. (2006). Governança Corporativa e Liquidez das Ações. *Anais do Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração*, Salvador, BA, Brasil, 30.

Mendes-da-Silva, W., Famá, R., & Martelanc, R. (2007). Governança Corporativa e Decisões de Estrutura de Capital em Empresas Brasileiras Listadas. *Anais do Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração*, Rio de Janeiro, RJ, Brasil, 31.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, 48(3), 261-297.

Moreira, M. M., & Puga, F. P. (2000). Como a indústria financia o seu crescimento: uma análise do Brasil Pós-Plano Real. *Textos para Discussão*, 84, BNDES, Rio de Janeiro.

Moura, G. D., & Beuren, I. M. (2011). Conselho de Administração das Empresas de Governança Corporativa Listadas na BM&Fbovespa: análise à luz da entropia da informação da atuação independente. *Revista de Ciências da Administração*, 13(29), 11-37.

Nielsen, S., & Huse, M. (2010). The contribution of women on boards of directors: going beyond the surface. *Corporate Governance*, 18(2), 136-148.

Santos, G. Z. (2002). *Independência do conselho de administração e sua relação com o desempenho da empresa*. Dissertação de Mestrado, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, RS, Brasil.

Silva, A. F., & Valle, M. R. (2008). Análise da Estrutura de Endividamento: um Estudo Comparativo entre Empresas Brasileiras e Americanas. *Revista de Administração Contemporânea*, 12(1), 201-229.

Silva, E. D. S., Santos, J. F. D., & Almeida, M. A. (2011). Conselho de Administração: uma Análise da Influência nos Níveis de Endividamento. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 13(41), 440-453.

Silveira, A. M. (2002). *Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa o Brasil*. Dissertação de Mestrado, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.

Silveira, A. M., Barros, L. A., & Famá, R. (2003). Estrutura de governança e valor da empresa no Brasil – um estudo empírico. *Caderno de Pesquisas em Administração*, 10(1), 27-44.

Silveira, A. M., Perobelli, F. F. C., & Barros, L. A. B. C. (2008). Governança Corporativa e os Determinantes da Estrutura de Capital: evidências empíricas no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, 12(3), 763-788.

Sirqueira, A. B. (2007). *Governança corporativa e otimização de portfólios: a relação entre risco e retorno e boas práticas de governança*. Dissertação de Mestrado, Universidade de São Paulo, São Carlos, SP, Brasil.

Soares, K. T. C. (2000). *O Perfil de Endividamento das Empresas Negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo Antes e Depois do Plano Real*. Dissertação de Mestrado, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, RS, Brasil.

Tedeschi, P. (1997). *Estrutura de Capital: Uma Investigação sobre seus Determinantes no Brasil*. Tese de Doutorado, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, SP, Brasil.

Vieira, K. M., Velasquez, M. D., Losekann, V. L., & Cereta, P. S. (2011). A influência da governança corporativa no desempenho e na estrutura das empresas listadas na Bovespa. *Revista Universo Contábil*, 7(1), 49-67.

Yermack, D. (1996). Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors. *Journal of Financial Economics*, 40, 185-211.