

## INDEPENDÊNCIA DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E A COMPOSIÇÃO DA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS LISTADAS NA BOVESPA: UM ESTUDO ENTRE OS ANOS 2007 – 2011

**Bruno César de Melo Moreira<sup>1</sup>**  
**Daniel Fonseca Costa<sup>2</sup>**  
**Lélis Pedro Andrade<sup>3</sup>**  
**Guilherme Henrique Pedrosa<sup>4</sup>**

### RESUMO

Este trabalho procurou investigar se a independência dos Conselhos de Administração apresenta-se como fator condicionante da estrutura de capital de empresas de capital aberto, transacionadas na BOVESPA. Para alcançar o objetivo proposto, utilizou-se da modelagem de dados em painel estimados a partir da abordagem dos Efeitos Fixos (EF) e dos Efeitos Aleatórios (EA), para um horizonte temporal compreendido entre 2007 e 2011. Para se mensurar a independência dos Conselhos de Administração, foram levantados e analisados os seguintes dados: tamanho do Conselho de Administração; se o presidente do Conselho de Administração e o presidente da empresa são pessoas distintas; e se o Conselho de Administração possui apenas membros externos. Com relação à estrutura de capital das empresas, definiu-se como variáveis a serem analisadas: a relação Capital de Terceiros e Capital Próprio; relação Capital de Terceiros/Passivo Total; relação entre Dívida Bruta e Patrimônio Líquido; e Dívida Total Bruta. Os resultados demonstraram que, no período analisado (2007 a 2011), em média, 40,49% das empresas estudadas possuíam seu Conselho de Administração caracterizado como independente. Entretanto, para o período em questão, o modelo de dados em painel não apresentou evidências que pudessem comprovar uma relação estatisticamente significativa entre a independência do Conselho de Administração e a estrutura de capital adotada pelas empresas analisadas.

**Palavras-chave:** Conselhos de Administração. Independência do Conselho. Estrutura de Capital.

### BOARD OF DIRECTORS' INDEPENDENCE AND CAPITAL STRUCTURE COMPOSITION IN FIRMS LISTED: AN ANALYSIS FOR BM&FBOVESPA

### ABSTRACT

This work aims to investigate if the board of directors' independence is one of the capital structure's determinants in Brazilian listed firms at BM&FBOVESPA. To this end, we used

---

<sup>1</sup> Doutorado em Administração pela Universidade Federal da Santa Catarina (UFSC), mestrado em Economia e Finanças pela UFSC. Atualmente é professor do Instituto Federal de Minas Gerais (IFMG) – Campus Formiga e coordenador do Curso Tecnólogo em Gestão Financeira. E-mail: [bruno.melo@ifmg.edu.br](mailto:bruno.melo@ifmg.edu.br).

<sup>2</sup> Doutorando em Administração pela Universidade Federal de Lavras (UFLA), mestre em Ciências Contábeis pela Universidade do Vale do Rio Verde de Três Corações (UninCor). Atualmente é professor do IFMG – Campus Formiga. E-mail: [daniel.costa@ifmg.edu.br](mailto:daniel.costa@ifmg.edu.br).

<sup>3</sup> Doutorando em Administração pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG), mestrado em Administração pela UFLA. Atualmente é professor do IFMG – Campus Formiga. E-mail: [lelis.pedro@ifmg.edu.br](mailto:lelis.pedro@ifmg.edu.br).

<sup>4</sup> Graduado em Gestão Financeira pelo IFMG – Campus Formiga. E-mail: [gui.h.pedrosa@hotmail.com](mailto:gui.h.pedrosa@hotmail.com).

Panel Data models using Fixed Effects (FE) and Random Effects (RE), during 2007 to 2011 period. To measure the board of directors' independence we collected and analyzed data related to: Board's size, duality of leadership between Chairman and CEO positions, and, if there is only outside members in Board of Directors. In regarding to firms' capital structure, we defined as following: the debt/equity ratio, debt / Total Liabilities ratio; Relationship between Gross Debt and Equity, and Total Gross Debt. The results showed that in the period analyzed, we find, on average, that 40.49 % of the firms studied have characterized its Board of Directors as being independent; however, for the period deemed in this study, the panel data model suggests no evidence statistically significant in relationship between Board of Directors' independence and Capital Structure for firms deemed in this study.

**Keywords:** Boards of Directors. Board Independence. Capital Structure.

## 1 INTRODUÇÃO

O cenário econômico tem vivenciado uma crise que foi iniciada em 2007, nos Estados Unidos, com a Crise do Subprime, e que logo se espalhou por todos os mercados financeiros, tendo como uma das causas o colapso de diversas instituições de crédito que trabalhavam com empréstimos de alto risco. A crise gerou instabilidade e receio nos mercados mundiais, impactando diretamente no crescimento das economias. Devido a sua gravidade, as consequências ainda podem ser observadas até os dias atuais. Este cenário de turbulência e incerteza, aliado ao crescente processo de internacionalização, que acirra ferozmente a concorrência, apresenta impacto direto nas decisões estratégicas das empresas, dentre elas, a composição de sua estrutura de capital.

A estrutura de capital, ou composição de endividamento, pode ser definida, segundo Iquiapaza, Amaral e Araújo (2008), como a escolha entre o emprego do capital próprio e a utilização do capital de terceiros. Decisões ajustadas a respeito da estrutura de capital podem garantir a competitividade da empresa e, conseqüentemente, sua sobrevivência neste contexto globalizado (BATISTA et al., 2005).

No entanto, definir qual percentual utilizar de cada fonte de financiamento e se as fontes vão ser de curto ou longo prazo são problemas recorrentes nas empresas. Ademais, a estrutura de capital pode refletir, muitas vezes, as decisões pessoais dos dirigentes, e não de seus acionistas.

Neste contexto, surge a Governança Corporativa, entendida como uma série de mecanismos ou princípios que governam o processo decisório dentro de uma empresa (SHLEIFER; VISHNY, 1997; LA PORTA et al., 2000; MARQUES, 2007) e que possibilita criar um conjunto de mecanismos ou regras que protejam os investidores externos da

expropriação dos acionistas controladores e gestores. Entre estas regras, destaca-se a criação dos Conselhos de Administração, que possuem, dentre outras atribuições, o papel de orientar os negócios da companhia e supervisionar as decisões de seus gestores, buscando, assim, proteger o patrimônio dos acionistas e maximizar o valor da empresa (IBGC, 2010).

Muitos trabalhos já se propuseram a analisar a composição da estrutura de capital (NAKAMURA et al, 2007; BASTOS; NAKAMURA, 2009; IQUIAPAZZA; AMARAL; ARAÚJO, 2008; FUTEMA et al., 2009; DAVID; NAKAMURA; BASTOS, 2009; CASTRO; MARTINEZ, 2009) e as características dos Conselhos de Administração (DUTRA; SAITO, 2002; BRUÉRE; MENDES-DA-SILVA; SANTOS, 2007; MENDES-DA-SILVA et al., 2008; ANDRADE et al., 2009; MOURA; BEUREN, 2011), porém, de maneira isolada.

Contudo, poucos trabalhos tiveram como foco a discussão de uma possível relação entre o Conselho de Administração e a estrutura de capital utilizada pelas empresas, ressaltando-se os estudos de Rehman, Rehman e Raof (2010), para empresas do Paquistão; de Silva, Santos e Almeida (2011), para empresas do Brasil; de Ferreira, Ferreira e Mariano (2012), analisando empresas norte-americanas; e o de Heng, Azrbajani e San (2012), estudando companhias da Malásia. Os estudos citados, no entanto, apresentaram resultados divergentes.

Sob este contexto, emerge o presente trabalho, que teve como objetivo avaliar se a independência dos Conselhos de Administração apresenta-se como fator condicionante da composição da estrutura de capital das empresas de capital aberto listadas na BOVESPA.

Aprofundar as discussões a respeito do tema torna-se relevante, uma vez que, mesmo para os poucos estudos existentes, os resultados encontrados não se mostraram conclusivos. Diante disso, buscou-se, a partir da abordagem da independência dos Conselhos de Administração, agregada à composição de estrutura de capital, aprofundar ainda mais neste tema e acrescentar novas variáveis a esta discussão.

## **2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA**

### **2.1 As melhores práticas de Governança Corporativa e a Independência dos Conselhos de Administração**

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2002) define Governança Corporativa como “[...] um conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital”. Esta definição é bem próxima à empregada por La Porta et al.

(2000), que consideram a Governança Corporativa como um conjunto de mecanismos que protegem os investidores externos da expropriação dos acionistas controladores e gestores (considerados investidores internos).

Dentre as melhores práticas de Governança Corporativa, pode-se destacar a cartilha da CVM, que apresenta 23 recomendações direcionadas a uma Governança Corporativa mais transparente e eficaz. Similar a esta cartilha da CVM, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) possui um código em que são apresentadas, de maneira mais ampla, diversas recomendações para a Governança Corporativa e onde são especificadas todas as características relativas a ela. No Quadro 1, observa-se uma síntese das práticas de Governança relacionadas com o Conselho de Administração, apresentadas pela CVM e IBGC.

O Conselho de Administração deve ter de cinco a nove membros tecnicamente qualificados, com pelo menos dois membros com experiência em finanças e responsabilidade de acompanhar mais detalhadamente as práticas contábeis adotadas.	<b>CVM</b>
Os cargos de presidente do Conselho de Administração e presidente da diretoria (executivo principal) devem ser exercidos por pessoas diferentes.	
O estatuto da companhia deve estabelecer que as divergências entre acionistas e companhia, ou entre acionistas controladores e acionistas minoritários, serão solucionadas por arbitragem.	
O prazo do mandato do conselheiro não deve ser superior a 2 (dois) anos. A reeleição é desejável para construir um Conselho experiente e produtivo, mas não deve ocorrer de forma automática. Todos os conselheiros devem ser eleitos na mesma Assembleia Geral.	<b>IBGC</b>
O presidente do Conselho tem a responsabilidade de assegurar a eficácia e o bom desempenho do órgão e de cada um de seus membros.	
É recomendável que o diretor-presidente não seja membro do Conselho de Administração, mas ele deve participar das reuniões do Conselho como convidado.	
As atribuições do presidente do Conselho são diferentes e complementares às do diretor-presidente. Para que não haja concentração de poder, em prejuízo de supervisão adequada da gestão, deve ser evitado o acúmulo das funções de presidente do Conselho e diretor-presidente pela mesma pessoa.	

Quadro 1 - Recomendações de Melhores Práticas de Governança Corporativa da CVM e IBGC  
Fonte: Elaborado a partir de CVM (2002) e IBGC (2010).

O conteúdo da cartilha da CVM e do código do IBGC são similares, porém, o código do IBGC dá um enfoque mais claro nos Conselhos de Administração, demonstrando a importância destes para a Governança Corporativa. O Conselho de Administração tem papel decisivo na implantação de práticas de Governança Corporativa. Ele é um órgão colegiado encarregado do processo de decisão de uma organização em relação ao seu direcionamento estratégico e é o principal componente do sistema de governança (IBGC, 2010).

No entanto, para exercerem o seu papel de maneira efetiva, os Conselhos de Administração necessitam apresentar certas características, entre as quais se destaca a sua independência em relação à gestão das companhias (IBGC, 2010). Segundo a CVM (2002), a independência caracteriza-se pelo descomprometimento dos conselheiros com a administração

da empresa, ou seja, que os membros não tenham nenhum vínculo direto com a empresa e não defendam nenhuma parte específica, sendo considerados, assim, como membros externos.

Segundo Hallqvist (2000), as características de independência do conselheiro são: a) não ter qualquer vínculo com a empresa, além de ser membro do Conselho de Administração ou acionista; b) não ter sido funcionário da empresa ou de alguma subsidiária; c) não prestar serviços para a empresa; d) não ser empregado de alguma entidade que preste serviço para a empresa; e) não ser parente de algum funcionário da empresa; f) não receber outra remuneração da empresa, além dos honorários de conselheiro de administração e eventuais dividendos.

A independência tem se mostrado um fator preponderante para a eficácia no trabalho do Conselho. De acordo com Santos (2002), a independência do Conselho tem sido apontada como um fator positivo e que contribui para uma boa prática de governança.

## **2.2 Estrutura de Capital**

A estrutura de capital refere-se à forma como as empresas utilizam capital próprio e capital de terceiros para financiar os seus ativos. Em linhas gerais, o capital próprio são os recursos fornecidos pelos sócios ou acionistas, enquanto os capitais de terceiros envolvem os recursos obtidos por meio de dívidas (BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2007).

Sendo assim, Iquiapaz, Amaral e Araújo (2008) sustentam que a empresa pode optar por utilizar seus recursos próprios, seja por meio de lucros retidos ou por aplicações de lucros, ou ainda, pode utilizar recursos de terceiros, como empréstimos, debêntures, emissão de ações, *American Depositary Receipt* (ADRs), dentre outros. Decisões ajustadas a respeito da estrutura de capital podem garantir a competitividade da empresa e, conseqüentemente, sua sobrevivência neste contexto globalizado. Por sua vez, decisões inadequadas de estrutura de capital podem resultar em um elevado custo de capital, o que torna difícil encontrar investimentos aceitáveis (BATISTA et al., 2005).

Perobelli e Famá (2003) argumentam que, considerando que nenhuma decisão de investimento deva ser tomada sem que sejam considerados os custos de financiamento apurados, a partir da combinação entre endividamento e capital próprio, é fácil perceber a importância da decisão de financiamento dentro da Teoria de Finanças.

Indicadores de estruturas de capital ou endividamento estão presentes na literatura como uma forma de mensurar a composição e aplicação do capital da empresa. De acordo com Assaf Neto (2010), estes indicadores são utilizados, basicamente, para aferir a composição (estrutura)

das fontes passivas de recursos de uma empresa. Ilustra-se, com isso, a forma com que os recursos de terceiros são usados pela empresa e sua participação relativa em relação ao capital próprio.

Alguns indicadores de estrutura são apresentados no Quadro 2.

Indicador	Fórmula
Relação Capital de Terceiros e Capital Próprio	$\frac{\text{Exigível Total (Passivo Circulante + Exigível em Longo Prazo)}}{\text{Patrimônio Líquido}}$
Relação Capital de Terceiros/ Passivo Total	$\frac{\text{Exigível Total}}{\text{Passivo Total (Exigível Total + Patrimônio Líquido)}}$
Relação entre Dívida Bruta e Patrimônio Líquido	$\frac{\text{Dívida Bruta}}{\text{Patrimônio Líquido}}$
Dívida Total Bruta	Somatório das dívidas de curto e longo prazo

Quadro 2 - Indicadores de Estrutura de Capital  
 Fonte: Elaborada pelos autores

É interessante para a empresa trabalhar com capital de terceiros, tendo em vista os benefícios fiscais que a dívida pode proporcionar (MODIGLIANI; MILLER, 1963). Entretanto, segundo Marion (2009), uma participação exagerada do capital de terceiros em relação ao capital próprio, torna a empresa vulnerável a qualquer intempérie. Isso ocorre porque a empresa fica muito dependente de recursos externos, o que poderá acentuar suas crises. Caso isso ocorra, a falta de capital refletirá muito forte na empresa, podendo provocar ônus na obtenção de novos recursos de terceiros, devido à situação desfavorável da organização.

### 2.3 Relação entre o Conselho de Administração e a Estrutura de Capital

Poucos estudos realizados abordaram, de maneira conjunta, elementos que relacionavam aspectos ligados ao Conselho de Administração das empresas e suas respectivas estruturas de capital. No entanto, os resultados alcançados se mostraram divergentes.

Os resultados apresentados por Rehman, Rehman e Raoof (2010), para empresas do Paquistão, não indicaram uma relação estatisticamente significativa entre a independência dos Conselhos de Administração e a estrutura de capital das empresas avaliadas.

De maneira oposta, Ferreira, Ferreira e Mariano (2012) observaram a evidência de uma correlação positiva entre a independência do Conselho de Administração e a alavancagem financeira para as empresas norte-americanas analisadas.

Ao analisar as empresas brasileiras, Silva, Santos e Almeida (2011) apontaram uma relação positiva entre a *proxy* utilizada para o Conselho e as dívidas de curto prazo. Entretanto,

a relação observada se mostra negativa quando a *proxy* para o Conselho de Administração foi relacionada com as dívidas totais e com as de longo prazo.

Heng, Azrbajani e San (2012), por sua vez, concluíram que apenas algumas características que definem a independência do Conselho, como o seu tamanho e a presença de conselheiros externos, apresentaram influência na composição da dívida das empresas. Características como as presidências do Conselho de Administração e da empresa serem exercidas pela mesma pessoa, bem como a presença de consultores membros da administração, não se mostraram significantes para explicar a estrutura de capital nesse estudo com empresas da Malásia. O quadro 3 apresenta uma síntese dos estudos mencionados.

Trabalhos	Variáveis dependentes	Variáveis independentes	Modelo empregado	Principais contribuições
<b>Rehman, Rehman e Raof (2010)</b>	<i>Proxy</i> para estrutura de capital (dívidas de longo prazo / capital empregado)	Concentração da propriedade da empresa; independência do Conselho; <i>proxy</i> para propriedade e controle; tamanho do Conselho; nº total de encontros do Conselho por ano.	Modelo de dados em painel / Mínimos quadrados ordinários	As variáveis analisadas não apresentaram uma relação estatisticamente significativa que pudesse indicar uma influência na estrutura de capital.
<b>Silva, Santos e Almeida (2011)</b>	Endividamento total; endividamento curto prazo; endividamento longo prazo.	Conselho de Administração (por meio de um questionário aplicado); variáveis de controle (liquidez geral, tamanho, retorno sobre ativo).	Mínimos quadrados ordinários	A <i>proxy</i> do Conselho apresentou relação negativa em relação ao endividamento total e de longo prazo; e positiva, para o endividamento de curto prazo.
<b>Ferreira, Ferreira e Mariano (2012)</b>	Tamanho da firma; idade da firma; alavancagem; market-to-book ; <i>proxy</i> para volatilidade; fluxo de caixa; índice de governança; proxies para CEO; dummy para dividendos; dummy para lucro líquido positivo, debt-to-ebitda	Número de diretores independentes; fração de diretores independentes; número de diretores.	Mínimos quadrados ordinários /Modelo de dados em painel com efeito fixo	A independência do Conselho de Administração apresentou correlação positiva em relação ao nível de alavancagem financeira.
<b>Heng, Azrbajani e San (2012)</b>	Estrutura de capital	Tamanho do Conselho; presença de diretores não executivos; existência de diretores independentes; cargo de CEO e presidente do Conselho sendo exercido por pessoas distintas.	Mínimos quadrados ordinários / Testes de correlação / Análise de variância (ANOVA)	O tamanho do Conselho e a presença de conselheiros externos apresentaram influência na estrutura de capital das companhias. Já o cargo de CEO e de presidente do Conselho de Adm. exercidos pela mesma pessoa e a presença de consultores membros da adm. não apresentaram relação com a estrutura de capital.

Quadro 3 - Síntese dos principais estudos

Fonte: Elaborada pelos autores

Dessa forma, tais estudos servem como base para o presente trabalho. No entanto, procurou-se ampliar o escopo, não restringindo a análise a apenas um setor, assim como o trabalho de Rehman, Rehman e Raouf (2010), nem focando em apenas um período, como fizeram Silva, Santos e Almeida (2011), mas sim, ao longo de um horizonte temporal de cinco anos, com o intuito de capturar, também, os possíveis efeitos da crise financeira de 2008.

### **3 METODOLOGIA**

#### **3.1 Definição da Amostra**

Para se definir a amostra das empresas, trabalhou-se, inicialmente, com a população de todas as empresas listadas na BOVESPA. Nesta população, aplicou-se um primeiro filtro em que foram selecionadas aquelas empresas cuja liquidez em bolsa foi superior a 0,1% no período analisado, de 2007 a 2011. Ressalta-se que este horizonte temporal foi definido por duas razões. A primeira, para tentar capturar possíveis efeitos da crise financeira de 2008. A segunda porque, a partir de 2012, foram encontradas severas limitações de informações prestadas pelas empresas, o que conduziria a uma amostra final bastante reduzida.

Em seguida, foram excluídas as empresas que não apresentaram a totalidade dos dados para o período em questão. Desta forma, a amostra final foi composta por 81 empresas.

#### **3.2 Mensurando a independência do Conselho e Estrutura de Capital**

A independência do Conselho de Administração foi mensurada de acordo com as recomendações da Cartilha da CVM (2002) e do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC (2010). Dentre todas as recomendações, foram selecionadas três, que, além de serem comuns à cartilha da CVM e ao Código do IBGC, foram passíveis de se mensurar, e, na literatura existente, suas relações com a estrutura de capital da empresa não foram conclusivas. Assim, por meio destas três variáveis, mensurou-se a independência dos Conselhos. As três recomendações são apresentadas a seguir (IBGC, 2010):

- 1) as atribuições do presidente do Conselho são diferentes e complementares às do diretor-presidente. Para que não haja concentração de poder, em prejuízo de supervisão adequada da gestão, deve-se evitar o acúmulo das funções de presidente do Conselho e diretor-presidente pela mesma pessoa;

- 2) é recomendável que o Conselho seja composto apenas por conselheiros externos e independentes;
- 3) o número de conselheiros deve variar conforme o setor de atuação, porte, complexidade das atividades, estágio do ciclo de vida da organização e necessidade de criação de comitês. O recomendado é de, no mínimo, 5 (cinco) e, no máximo, 11 (onze) conselheiros.

Nesta primeira etapa, os dados foram coletados no site da CVM e faziam referência ao nome de cada conselheiro efetivo da empresa em cada ano do período, ao tipo de conselheiro (Conselheiro de Administração), ao cargo ou função e à descrição da função exercida. De posse destas informações, considerou-se como sendo um Conselho independente aquele que preenchia todas as recomendações anteriores. Caso contrário, o Conselho era considerado como não independente.

Por sua vez, o procedimento para mensurar a estrutura de capital das empresas utilizou como auxílio o Software Económica, onde foram coletadas as variáveis relativas a essa estrutura. Os indicadores coletados foram:

- 1- Exigível / Patrimônio Líquido – Ex/PL
- 2- Dívida Bruta/ Patrimônio Líquido – DivBrPL
- 3- Dívida Total Líquida – DivTotLiq
- 4- Dívida Total Bruta – DivTotBr
- 5- Dívida Bruta/ Ativo – DivBrAt

A partir da coleta dos dados referentes tanto à independência do Conselho de Administração quanto à estrutura de capital das empresas, procedeu-se à análise econométrica.

### **3.3 Modelo de dados em painel com variável dependente binária**

De acordo com Baltagi (2005), o termo "dados em painel" refere-se à partilha de observações em uma seção transversal de famílias, países, empresas, entre outros, dispostas em vários períodos de tempo. Isto pode ser conseguido através do levantamento de um número de famílias ou indivíduos, acompanhando-os ao longo do tempo. Segundo Gujarati (2006), os modelos de dados em painel são estimados a partir da abordagem dos efeitos fixos (EF) e dos efeitos aleatórios (EA).

O efeito fixo considera que o intercepto varia entre indivíduos, mas permanece constante ao longo do tempo. Já os parâmetros de resposta (os coeficientes parciais da regressão) são constantes para todos os indivíduos e em todos os períodos de tempo (GUJARATI, 2006).

O modelo de efeitos aleatórios segue as mesmas suposições que o de efeito fixo. O intercepto varia de empresa para empresa, mas permanece constante ao longo do tempo e os parâmetros de resposta são constantes para todos os indivíduos e em todos os períodos de tempo (GUJARATI, 2006). Entretanto, ele trata o intercepto como variáveis aleatórias.

De posse destas informações, procederam-se às análises econométricas seguindo os modelos:

- 1 -  $Ex/PL_{it} = \alpha_i + \beta_1 \text{independencia}_{it} + u_{it}$
- 2 -  $DivBrPL_{it} = \alpha_i + \beta_1 \text{independencia}_{it} + u_{it}$
- 3 -  $DivTotLiq_{it} = \alpha_i + \beta_1 \text{independencia}_{it} + u_{it}$
- 4 -  $DivTotbr_{it} = \alpha_i + \beta_1 \text{independencia}_{it} + u_{it}$
- 5 -  $DivBrAt_{it} = \alpha_i + \beta_1 \text{independencia}_{it} + u_{it}$

Em que:

Ex/PL, DivBrPL, DivTotLiq, DivTotBr, DivBrAt são as variáveis dependentes consideradas;  
Independência é variável dependente;  
 $u_{it}$  representa os erros idiossincráticos.

#### **4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS**

Uma análise preliminar foi realizada para evidenciar as características das empresas estudadas em relação à independência de seus Conselhos de Administração. Na Tabela 1, são sintetizados os resultados preliminares obtidos para as 81 empresas que compuseram a amostra final, num horizonte temporal que compreendeu 5 anos (2007-2011), levando-se em consideração o tamanho do Conselho de Administração, a recomendação a respeito dos cargos de presidente do Conselho e CEO serem exercidos por pessoas diferentes e que o Conselho fosse composto apenas por membros externos.

Tabela 1 - Independência do Conselho de Administração: resultados preliminares

Questão avaliada	Critério	2007	2008	2009	2010	2011
Tamanho do Conselho de Administração	Entre 5 e 11	71	71	73	73	71
	Inferior a 5 ou superior a 11	10	10	8	8	10
Se o presidente do Conselho de Administração e presidente da empresa são pessoas distintas	Pessoas distintas	62	63	63	66	67
	Mesma pessoa	19	18	18	15	14
Se o Conselho de Administração possui apenas membros externos	Apenas externos	33	34	35	35	38
	Externos e internos	48	47	46	46	43

Fonte: Elaborada pelos autores

Conforme disposto na Tabela 1, com relação ao tamanho do Conselho de Administração, em média 88,64% das empresas seguem a recomendação do IBGC, apresentando um Conselho composto de 5 a 11 conselheiros. Em compensação, 11,36% das empresas analisadas possuem um Conselho de Administração com número inferior a 5 conselheiros ou com número superior a 11 conselheiros. Isto sinaliza um problema, pois Conselhos muito pequenos tendem a ter pouca representatividade e podem ser corrompidos mais facilmente. Conselhos de tamanho elevado, com uma quantidade superior a 11 membros, tendem a ter múltiplas opiniões, o que pode ocasionar conflitos nas votações do Conselho, além de gerar um custo elevado para a empresa.

No que tange aos cargos de presidente do Conselho e presidente da empresa serem exercidos por pessoas distintas, nota-se, pela Tabela 1, que a maioria das empresas (em média 79,25%) segue a recomendação. Percebe-se, ainda, que o percentual de empresas com distinção entre os ocupantes dos dois cargos vem crescendo, passando de 76,5% das empresas analisadas em 2007 para 82,7% em 2011.

A importância dessa recomendação deriva do fato de que, quando os cargos são exercidos pela mesma pessoa, a fiscalização pode ficar prejudicada, já que, nesse caso, o presidente da empresa, sendo também o presidente do Conselho, terá maior liberdade em suas decisões. Quando a recomendação é adotada, a fiscalização é maior por parte do Conselho, que regulará as decisões do presidente da Companhia.

Por fim, na Tabela 1 observa-se que, em média, 56,79% das empresas contrariam a recomendação relativa ao Conselho de Administração possuir somente membros externos. Dentre os três pontos analisados, a recomendação de que a empresa possua apenas conselheiros externos foi a menos seguida por parte das empresas. Entretanto, durante os anos de 2007 a

2011, pôde-se observar um aumento de 11,15% nas empresas com somente membros externos em seu Conselho. Esse aumento talvez possa ser justificado pela adequação das empresas às recomendações sobre Governança Corporativa, objetivando uma maior segurança aos seus acionistas, uma vez que Conselhos compostos por muitos membros internos podem defender algum interesse específico e não o interesse de todos os acionistas.

Dessa forma, a partir dos resultados preliminares, foi possível definir os Conselhos caracterizados como independentes e os não independentes. Para tanto, considerou-se como sendo um Conselho independente aquele que preenchia todas as recomendações anteriores. Caso contrário, ele era considerado como não independente.

Na Tabela 2, é demonstrada a quantidade de Conselhos independentes e não independentes das 81 empresas estudadas entre o período analisado - de 2007 a 2011.

Tabela 2 - Resultado da independência dos Conselhos de Administração

<b>ANO</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Conselhos Independentes	29	31	32	31	31
Conselhos Não Independentes	52	50	49	50	50
<b>Total</b>	<b>81</b>	<b>81</b>	<b>81</b>	<b>81</b>	<b>81</b>

Fonte: Elaborada pelos autores

Analisando a composição dos Conselhos de Administração, nota-se, na amostra (Tabela 2), que, mesmo apresentando uma ligeira alta no número de Conselhos independentes, tomando-se como base o ano de 2007, há uma predominância de Conselhos não independentes, o que entra em contradição com os Códigos de Melhores Práticas de Governança Corporativa da CVM (2002) e do IBGC (2010).

Com o auxílio do software Stata 12.0, realizaram-se as análises, seguindo os modelos e os testes econométricos mencionados. Ressalta-se que foram realizados os Testes de Wooldridge, para detecção de autocorrelação, e Teste Wald, para heterocedasticidade em grupo. Para o teste de Wooldridge, os resultados de todos os testes apontaram para a não rejeição da hipótese nula de ausência de autocorrelação. Entretanto, o Teste de Wald apontou problemas de heterocedasticidade em todos os testes realizados. Para solucioná-los, utilizou-se de estimações, considerando-se erros-padrão robustos em todos os casos. Os resultados obtidos são apresentados na Tabela 3.

Tabela 3 - Resultados do modelo de dados em painel

Variável	Efeito Fixo		Efeito Aleatório	
	$\alpha_i$	$\beta_1$	$\alpha_i$	$\beta_1$
<b>Ex/PL</b>	297,19 *	-364,33 **	215,11 *	-148,44 **
<b>DivBr/PL</b>	143,75 *	-204,60 **	-90,05 *	-63,40 **
<b>DivTotLiq</b>	1.067.140,00 *	-94.660,55 **	806.501,50 **	590.784,70 **
<b>DivTotbr</b>	5.309.523,00 *	-258.794,20 **	5.400.784,00 *	-498.798,80 **
<b>DivBr/At</b>	28,38 *	-2,19 **	27,29 *	-0,66 **

Fonte: Elaborada pelos autores

Observação: \* variáveis estatisticamente significantes a 5%; \*\* variáveis que não se mostraram estatisticamente significantes a 5%.

Os resultados das regressões estimadas, apresentados pela Tabela 3, destacam que a independência dos Conselhos de Administração não se apresentou como fator condicionante da estrutura de capital das empresas avaliadas. Embora os coeficientes lineares de praticamente todas as regressões estimadas (exceto para dívida total líquida estimada por efeito aleatório) tenham se mostrado significantes a um nível de confiança de 5%, os coeficientes angulares já não apresentaram o mesmo comportamento. Assim, nenhuma das outras variáveis analisadas (Exigível / Patrimônio Líquido; Dívida Bruta/ Patrimônio Líquido; Dívida Total Líquida; Dívida Total Bruta; Dívida Bruta / Ativo) ao longo dos 5 anos estudados mostrou-se estatisticamente significativa a 5%, tanto para as regressões por efeito fixo quanto por aleatório.

No que diz respeito aos resultados obtidos, observou-se que um ponto foi preponderante. A maioria das empresas apresentou um Conselho de Administração composto não apenas por conselheiros externos, contrariando as sugestões de Melhores Práticas de Governança Corporativa da CVM (2002) e do IBGC (2010), o que acabou caracterizando um grande número de Conselhos como não independentes, mesmo que as demais recomendações tenham sido observadas.

No entanto, destaca-se que tal resultado mostrou-se condizente ao apresentado por Rehman, Rehman e Raouf (2010), que estudou a relação entre Governança Corporativa e estrutura de capital de 19 bancos do Paquistão selecionados aleatoriamente.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo do presente trabalho foi investigar se a independência dos Conselhos de Administração apresenta-se como fator condicionante da estrutura de capital de empresas de capital aberto transacionadas na BOVESPA. Para tanto, foram analisados os dados referentes aos Conselhos de Administração (nome de cada conselheiro efetivo da empresa em cada ano do período; o tipo de conselheiro; o cargo ou função; a descrição da função) e à estrutura de capital (Exigível/Patrimônio Líquido; Dívida Bruta/Patrimônio Líquido; Dívida Total Líquida; Dívida Total Bruta; Dívida Bruta/ Ativo) de 81 empresas de capital aberto que compuseram a amostra.

Os resultados demonstraram que, em média, 32,80% dos Conselhos analisados eram independentes, e o restante (67,20%) era não independente. Dentre as três recomendações abordadas para encontrar a independência, a de possuir somente membros externos foi a principal responsável pelo alto número de Conselhos não independentes.

No entanto, após a estimação dos modelos de dados em painel, os resultados apresentados pela Tabela 3 destacaram que a independência dos Conselhos de Administração não se apresentou como fator condicionante da estrutura de capital das empresas avaliadas para nenhuma das variáveis analisadas.

Dessa forma, o presente trabalho contribui para o aprofundamento nas discussões a respeito da Governança Corporativa. Os resultados encontrados apontam que não seria a independência do Conselho de Administração o fator preponderante na definição da estrutura de capital da empresa. Neste sentido, ao menos no que tange à estrutura de capital das empresas, os custos provenientes da adoção das melhores práticas não seriam justificáveis.

As principais limitações do estudo referem-se aos dados coletados. Como as informações a respeito do Conselho de Administração não são de publicação obrigatória, muitas empresas deixaram de fazê-la, ou postergaram sua publicação, o que resultou na falta de dados mais recentes e para um conjunto maior de empresas. Além disso, neste estudo não foram utilizadas variáveis de controle, como no realizado por Silva, Santos e Almeida (2011). Neste sentido, recomenda-se, para estudos futuros, a utilização de variáveis de controle, bem como outras características do Conselho, como forma de aprofundar as análises. Outro ponto possível seria, assim como o estudo de Rehman, Rehman e Raoof (2010), realizar análises setoriais.

## REFERÊNCIAS

ANDRADE, L. P. et al. Governança Corporativa: uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. **Revista de Administração Mackenzie**, São Paulo, v. 10, n. 4, p. 4-31, 2009.

ASSAF NETO, A. **Finanças Corporativas e Valor**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

BALTAGI, B. H. **Econometric Analysis of Panel Data**. 3. ed. Chichester: John Wiley & Sons. 2005.

BASTOS, D. D.; NAKAMURA W. T. Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período 2001- 2006. **Revista de Contabilidade e Finanças-USP**, São Paulo, v. 20, n. 50, p. 75-94, 2009.

BATISTA, A. F. et al. Estrutura de capital: uma estratégia para endividamento ideal ou possível. In: ENCONTRO NACIONAL DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO, XXV., 2005, Campina Grande. **Anais...** Campina Grande: ABENGE, 2005.

BRITO, G. A.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. **Revista de Contabilidade e Finanças**, São Paulo, n. 43, p. 9-19, 2007.

BRUÈRE, A. J.; MENDES-DA-SILVA, W.; SANTOS, J. F. dos. Aspectos da Governança Corporativa de empresas listadas na Bovespa: um estudo exploratório sobre a composição e perfil dos conselhos de Administração. **Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, Rio Grande do Sul, v. 4, n. 2, 2007.

CASTRO, M. A. R.; MARTINEZ, A. L. Income Smoothing, custo de capital de terceiros e estrutura de capital no Brasil. **Revista de Administração Mackenzie**, São Paulo, v. 10, n. 6, 2009.

CVM. **Cartilha de Governança Corporativa**, CVM, 2002.

DAVID, M.; NAKAMURA, W. T.; BASTOS, D. Estudo dos modelos Trade-Off e Pecking Order para as variáveis endividamento e payout em empresas brasileiras (2000-2006). **Revista de Administração Mackenzie**, São Paulo, v. 10, n. 6, p. 132-153, 2009.

DUTRA, M. G. L.; SAITO, R. Conselhos de Administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 6, n. 2, 2002.

FERREIRA, D.; FERREIRA, M. A.; MARIANO, B. **Board Structure and Capital Structure**. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2021522>>. Acesso em: 26 fev. 2012.

FUTEMA, M. S. et al. Estrutura de capital, dividendos e juros sobre o capital próprio: testes no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 20, n. 49, p. 44-62, 2009.

GUJARATI, D. N. **Econometria básica**. 4. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

HALLQVIST, Bengt. Código das melhores práticas de governança corporativa: o conselho de administração. **Revista de Administração da USP**, São Paulo, v. 35, n. 2, p. 72-76, 2000.

HENG, T. B.; AZRBAIJANI, S.; SAN, O. T. Board of Directors and Capital Structure: evidence from Leading Malaysian Companies. **Asian S. Science**, v. 8, n. 3, p. 123-136, 2012.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 4. ed. São Paulo: IBGC, 2010.

IQUIAPAZA, R. A.; AMARAL, H. F.; ARAÚJO, M. S. B. Testando as previsões da Pecking Order Theory no financiamento das Empresas Brasileiras: uma nova metodologia. **Revista de Administração Mackenzie**, São Paulo, v. 9, n. 3, p. 157- 183, 2008.

LA PORTA, R. et al. Investor protection and corporate governance. **Journal of Finance**, v. 5, n. 8, p. 3-27, 2000.

MARION, J. C. **Análise das demonstrações contábeis: contabilidade empresarial**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

MARQUES, M. C. C. Aplicação dos princípios da governança corporativa ao sector público. **Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba, v. 11, n. 2, 2007

MENDES-DA-SILVA, W. et al. A influência das redes de relações corporativas no desempenho das empresas do novo mercado da BOVESPA. **Revista Brasileira de Finanças**, Rio de Janeiro, v. 6, n. 3, p. 337-357, 2008.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. Corporate income taxes and cost of capital: a correction. **American Economic Review**, v. 53, p. 433-443, 1963.

MOURA, G. D.; BEUREN, I.M. 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**, Santa Catarina, v. 13, n. 29, p. 11-37, 2011.

NAKAMURA et. al. Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro: análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003. **Revista de Contabilidade e Finanças**, São Paulo, n. 44, p. 72-85, 2007.

PEROBELLI, F. F. C.; FAMÁ, R. Fatores determinantes da estrutura de capital para empresas Latino-Americanas. **Revista de Administração Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 7, n. 1, p. 09-35, 2003.

REHMAN M. A.; REHMAN R. U.; RAOOF A. Does corporate governance lead to a change in the capital structure? **American Journal of Social and Management Sciences**, p. 191-195, 2010.

SANTOS, G. Z. **Independência do Conselho de Administração e sua relação com o desempenho da empresa**. 2002. 101 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Curso de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2002.

SILVA, E. S.; SANTOS, J. F.; ALMEIDA, M. A. Conselho de Administração: uma análise da influência nos níveis de endividamento. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, São Paulo, v. 13, n. 41, p. 440- 453, 2011.

SHLEIFER, A.; VISHNY. R. W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

**Recebido em:** 02/06/2014

**Aprovado em:** 09/07/2014