**INSTITUTO FEDERAL DE EDUCAÇÃO, CIÊNCIA E TECNOLOGIA**

**DE MINAS GERAIS - IFMG.**

**CAMPUS FORMIGA**

**CURSO SUPERIOR EM TECNOLOGIA EM GESTÃO FINANCEIRA**

**GUILHERME HENRYQUE PEDROSA**

# INDEPENDÊNCIA DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E A COMPOSIÇÃO DA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS: uma análise para a BOVESPA

**FORMIGA**

**2013**

**GUILHERME HENRYQUE PEDROSA**

# INDEPENDÊNCIA DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E A COMPOSIÇÃO DA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS: uma análise para a BOVESPA

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado como requisito parcial para a graduação no curso de Tecnologia em Gestão Financeira do Instituto Federal de Minas Gerais, Campus Formiga.

Orientador: Bruno César de Melo Moreira.

**FORMIGA**

**2013**

**GUILHERME HENRYQUE PEDROSA**

# INDEPENDÊNCIA DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E A COMPOSIÇÃO DA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS: uma análise para a BOVESPA

Este Trabalho de Conclusão de Curso foi julgado adequado para obtenção do Título de ñTecnólogo em Gestão Financeiraò, e aprovado em sua forma final pelo Curso.

Formiga, ___ de _____ de 2013

_____

Prof[a]. Arlete Aparecida de Abreu, Me.
Coordenadora do Curso

**BANCA EXAMINADORA**

_____

Prof. Bruno César de Melo Moreira, Dr.
Orientador
Instituto Federal de Minas Gerais

_____

Prof. Daniel Fonseca Costa, Me.
Instituto Federal de Minas Gerais

_____

Prof. Marcos Franke da Costa.
Instituto Federal de Minas Gerais

## AGRADECIMENTOS

Agradeço e dedico este trabalho a Deus e aos meus pais Antônio e Simone, pois sem eles nada disso seria possível, obrigado por tudo e por sempre estarem ao meu lado independente da situação.

Aos meus irmãos Priscilla e Raphael que direta ou indiretamente sempre me apoiaram.

Ao professor Bruno César de Melo Moreira cuja orientação, dedicação, empenho e paciência contribuíram substancialmente para a realização deste trabalho.

Ao professor e amigo Lélis Pedro de Andrade, que sempre me motivou e me auxiliou quando precisei. Sua ajuda foi de enorme contribuição e grande parte deste trabalho foi possível graças a esta ajuda.

À querida Mirela pela ajuda e compreensão nesta etapa da minha vida.

Aos amigos e colegas de graduação, em especial Felipe, Gleison e Wintenker pela amizade e apoio durante a graduação.

Ao Instituto Federal de Minas Gerais e aos professores que fizeram parte da minha formação acadêmica, grande parte deste trabalho foi proporcionado por vocês.

Por último, mas não menos importante, agradeço a todas as pessoas que torceram pelo meu sucesso.

# RESUMO

Este trabalho procura investigar se a Independência dos Conselhos de Administração apresenta-se como fator condicionante da Estrutura de Capital de empresas de capital aberto transacionadas na BM&FBOVESPA. Para alcançar o objetivo proposto utilizou-se da modelagem de dados em Painel para um horizonte temporal compreendido entre 2007 e 2011. A amostra final analisada compreendeu 81 empresas listadas na BOVESPA cuja liquidez em bolsa foi maior que 0,1% e que apresentaram seus dados completos para todo o período. Para se mensurar a Independência dos Conselhos de Administração foram levantados e analisados os dados referentes ao Nome de cada conselheiro efetivo da empresa em cada ano do período, o Tipo de Conselheiro (Conselheiro de Administração ou Conselheiro Fiscal), o Cargo ou Função e a descrição da Função. Considerou-se independentes aqueles conselhos que possuíam de 5 a 11 membros, que os cargos Presidente do Conselho de Administração e Diretor Geral da empresa eram ocupados por pessoas distintas, e que possuíam 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; b) Relação Capital de Terceiros/Passivo Total; c) Relação entre Dívida Bruta e Patrimônio Líquido e; d) Dívida Total Bruta. Tais dados foram coletados no Software Economática. Os resultados preliminares mostraram que no período analisado de 2007 a 2011, em média, 40,49% das empresas estudadas possuíam Conselhos Independentes, e que houve um crescimento no número de empresas que possuem Conselhos Independentes. O principal fator para o alto número de empresas com Conselhos Não Independentes foi à recomendação de possuir somente membros externos no Conselho. Entretanto, para o período em questão o modelo de dados em painel apresentou que não há relação estatisticamente significante entre independência do conselho de administração e a estrutura de capital, para nenhuma das variáveis analisadas.

## ABSTRACT

This paper investigates the Independence of the Boards is presented as determinant of the capital structure of listed companies traded on the BM & FBOVESPA. To achieve our objective we used the data modeling Panel for a time horizon between 2007 and 2011. The final sample analyzed comprises 81 companies listed on the BOVESPA stock exchange whose liquidity was higher than 0.1% and showed their complete data for the entire period. To measure the independence of the Board of Directors were collected and analyzed the data regarding the name of each director of the company effective in each year of the period, the Type Director (Board Member or Tax Advisor), the Position or Function, the description Function. It was considered independent counsel those who had 5-11 members, the positions Chairman of the Board of Directors and CEO of the company was held by different people, and that had only external members. With respect to the capital structure of companies, defined as variables to be analyzed: a) Third Party Relationship Capital and Equity b) Third Party Relationship Capital / Total Liabilities c) Relationship between Debt and Equity and d) Total Gross Debt. These data were collected in Software Economática. Preliminary results showed that in the analyzed period from 2007 to 2011, on average, 40,49% of the companies studied had independent advice, and that there was an increase in the number of companies with Independent Advice. The main reason for the high number of companies with Independent Advice Not the recommendation was to have only external members on the Board. However, for the period in question the model of panel data showed that there is no statistically significant relationship between board independence from management and capital structure for any of the variables.

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

**Gráfico 1 - Representação dos Conselhos com que continham de 5 a 11 Conselheiros no período de 2007 a 2011 ..... 24**

**Gráfico 2 - Representação das empresas que possuem o cargo de Presidente do Conselho de Administração e Diretor Geral da Empresa sendo exercido por pessoas diferentes.. 25**

**Gráfico 3- Demonstração das empresas que utilizam somente membros externos no Conselho de Administração..... 26**

**Gráfico 4- Representação da quantidade de Conselhos Independentes e Não Independentes no Período de 2007 a 2011 ..... 27**

## LISTA DE TABELAS E QUADROS

**Quadro 1 - Recomendações de Melhores Práticas de Governança Corporativa da CVM e IBGC ..... 15**

**Quadro 2 - Indicadores de Estrutura de Capital ..... 18**

**Tabela 1 - Resultado da Independência dos Conselhos de Administração..... 27**

**Tabela 2 - Resultados do Modelo de dados em Painel ..... 28**

**SÚMARIO**

**INTRODUÇÃO** ..... 10

**2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA** ..... 13

**2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA** ..... 13

**2.2 MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA** ..... 14

**2.3 CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO** ..... 16

**2.4 ESTRUTURA DE CAPITAL** ..... 17

2.4.1 Principais indicadores de Estrutura de Capital ..... 18

**3 METODOLOGIA** ..... 19

**3.1 DEFINIÇÃO DA AMOSTRA** ..... 19

**3.2 MENSURANDO A INDEPENDÊNCIA DO CONSELHO E ESTRUTURA DE CAPITAL** ..... 19

**3.3 MODELO DE DADOS EM PAINEL COM VARIÁVEL DEPENDENTE BINÁRIA** ..... 21

**4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS** ..... 23

**5 CONSIDERAÇÕES FINAIS** ..... 29

**6 REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS** ..... 32

# INTRODUÇÃO

O cenário econômico passou por uma crise recentemente que ficou conhecida como Crise do *Subprime*. Esta se iniciou em 2007 nos EUA e 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 ao longo do planeta, impactando diretamente no crescimento das economias. Suas consequências podem ser constatadas no mercado até hoje.

Este cenário de turbulência e incerteza aliado ao crescente processo de internacionalização que acirra ferozmente a concorrência e apresenta impacto direto nas decisões estratégicas das empresas, entre elas, em sua decisão de endividamento. Estrutura de Capital ou Composição de Endividamento pode ser definida, segundo Iquiapaza et. al (2008), como a escolha entre o emprego do capital próprio e a utilização do capital de terceiros. Sendo assim, a empresa pode optar por utilizar seus recursos próprios, seja por meio de lucros retidos, ou aplicações de lucros, ou ainda pode utilizar recursos de terceiros, como empréstimos, debêntures, emissão de ações, ADRs (*American depositary receipt)* entre outros.

Tudo isso afeta diretamente o custo de capital, as decisões de investimento e até mesmo o valor de mercado das ações da companhia (BATISTA et al., 2005), decisões ajustadas a respeito da estrutura de capital podem garantir a competitividade da empresa e consequentemente sua sobrevivência neste cenário. Por sua vez, decisões inadequadas de estrutura de capital podem resultar em um elevado custo de capital, o que tornaria difícil encontrar investimentos aceitáveis.

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, além de ser não ser uma decisão trivial a ser tomada, este tipo de decisão pode sofrer forte impacto dos dirigentes das instituições e muitas vezes refletir suas decisões pessoais e não de seus acionistas.

Neste contexto, a Governança Corporativa surge como um movimento iniciado principalmente nos Estados Unidos, em que acionistas despertaram para a necessidade de novas regras que os protegessem dos abusos da diretoria executiva das empresas, da inércia de conselhos de administração inoperantes e das omissões das auditorias externas. Podendo

ser entendida como uma série de mecanismos ou princípios que governam o processo decisório dentro de uma empresa (COSTA MARQUES, 2007), ou ainda, como os mecanismos mediante os quais os fornecedores de capital da empresa asseguram o retorno sobre o investimento que realizaram (SHLEIFER; VISHNY, 1997), a Governança Corporativa sistematiza os relacionamentos envolvendo desde os investidores, Conselho de Administração até a Diretoria e órgãos de controle (IBGC, 2010).

Além de gerar valor para a empresa a Governança Corporativa tem entre seus objetivos o intuito de amenizar os conflitos existentes, decorrentes da separação entre a propriedade e a gestão empresarial, os denominados conflitos de agência (COSTA MARQUES, 2007). Jensen e Meckling (2008) definem a relação de agência como um contrato no qual uma ou mais pessoas (principal) contratam outras pessoas (agente) para administrar seus interesses. Essa contratação envolve delegação de autoridade dos agentes. O conflito surge quando ambos buscam maximizar suas utilidades. De um lado estão os *stakeholders*, destes destacam- se os acionistas e do outro lado está o Gestor ou CEO da empresa.

Para La Porta *et al.* (2000), a Governança Corporativa possibilita criar um conjunto de mecanismos ou regras que protejam os investidores externos da expropriação dos acionistas controladores e gestores (considerados investidores internos).

Entre estas regras destaca-se a criação de Conselhos de Administração, estes são compostos pelos Conselheiros de Administração, ño conselheiro de administração é o responsável por fixar a orientação geral dos negócios da companhia e por supervisionar a gestão da sociedade, exercendo com caráter indelegável essas atribuições, protegendo o patrimônio da sociedade e buscando a maximização do valor da empresa e o adequado retorno do investimentoò (IBGC, 2010). Pode- se notar através das responsabilidades dos Conselheiros que eles estão diretamente ligados com a fiscalização, monitoramento e com a tomada de decisões dentro de uma empresa. O aconselhável é que o Conselho de Administração seja o máximo possível qualificado, e sua qualidade é mensurada a partir de diversas variáveis.

Dentre essas variáveis, destaca- se a Independência dos Conselhos, 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, é aconselhável que os membros não tenham nenhum vínculo direto com a empresa, que não defendam nenhuma parte específica, sendo assim, que eles sejam membros externos.

Segundo Jensen (1993) *apud* Moura e Beuren (2011), a função de monitoramento do conselho seria mais efetiva se ele fosse composto principalmente por membros externos, fator este que o tornaria mais independente. Quanto menor a influência dos acionistas controladores sobre os membros do conselho, menor são as chances do conselho agir somente em benefício deles. A independência dos Conselheiros é fundamental para que não haja o favorecimento de alguma parte específica. Além da preferência pelos membros serem externos é aconselhável que as funções de Presidente do Conselho de Administração e Executivo Principal devem ser exercidas por pessoas diferentes.

Muitos trabalhos já se propuseram a analisar a Composição da Estrutura de Capital (NAKAMURA *et al*, 2007; BASTOS;NAKAMURA, 2009; IQUIAPAZZA *et al.*, 2008; FUTEMA *et al.*, 2009; DAVID *et al*, 2009; CASTRO;MARTINEZ, 2009;) e as características dos Conselhos de Administração (DUTRA;SAITO, 2002; BRUÉRE *et. al.*, 2007; MENDES-DA-SILVA *et al.*, 2008; ANDRADE *et al.*, 2009; MOURA; BEUREN, 2011), entretanto, poucos trabalhos se focaram em discutir a possível relação existente entre o Conselho de Administração e a Estrutura de Capital empregada pelas empresas, ressaltando-se os estudos de Silva, Santos e Almeida (2011), Ferreira, Ferreira e Mariano (2012), Heng, Azrbaijani e San (2012), e seus resultados se mostraram, em parte, divergentes.

Sob este contexto emerge o presente trabalho que tem 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.

Para tanto, a partir da análise de dados em painel, avaliou-se 81 empresas de capital aberto, listadas na BOVESPA, cuja liquidez em bolsa foi maior que 0,1% e que apresentaram seus dados completos para o período de análise, 2007-2011.

Buscou-se, portanto, a partir da abordagem da Governança Corporativa e mais precisamente da Independência dos Conselhos de Administração agregado a Composição de Estrutura de Capital, aprofundar ainda mais neste tema e acrescentar variáveis novas a esta discussão.

Este estudo é semelhante ao de Rehman (2010) onde ele investigou a relação entre governança corporativa e estrutura de capital das selecionadas aleatoriamente 19 bancos do Paquistão.

# 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

## 2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA

Existem diversas definições para o tema Governança Corporativa, mas todas convergem para um mesmo significado. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM, p.2, 2002), a define como ñum 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 capitalò.

De uma maneira similar, segundo La Porta *et al.* (2000), é um conjunto de mecanismos que protegem os investidores externos da expropriação dos acionistas controladores e gestores (considerados investidores internos).

Para Ribeiro Neto e Famá (2001), governança corporativa pode ser compreendida como um conjunto de relações estabelecidas entre os gestores de uma organização, seus conselhos de administração, acionistas (*shareholders*) e demais interessados (*stakeholders*), tais como: credores, governos, sociedade, fornecedores, funcionários entre outros. Em outras palavras, diz respeito à forma como as empresas são governadas e mantêm seus relacionamentos.

> Governança Corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade. (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2010, p.19)

Percebe-se que sua definição, nestes casos, está associada à proteção dos *stakeholders*. Esta proteção tem como objetivo minimizar a expropriação de qualquer parte envolvida no processo. Além disto, esta proteção aumenta a segurança e a confiança na empresa, facilitando o acesso à informação, e ainda conseguindo um tratamento mais justo para todas as partes envolvidas.

Punsuvo *et. al* (2007), de forma simplificada, afirma que a governança corporativa surge como uma forma de se mitigar os conflitos de interesse gerados pela separação entre propriedade e gestão de uma empresa.

## 2.2 MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Empresas que optam por possuir uma Governança Corporativa incorrem em várias regras, estas regras são obrigatórias dependendo de qual nível de Governança Corporativa a empresa se encaixe na Bovespa. Além destas regras existem recomendações de boas práticas de Governança Corporativa que não são obrigatórias, mas que geram uma maior segurança aos investidores. Empresas que optam por seguir as melhores práticas de Governança Corporativa se comprometem a ser mais transparentes e independentes.

Dentre as melhores práticas de Governança Corporativa podemos destacar uma cartilha da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), nesta cartilha são apresentadas recomendações para uma Governança mais transparente e eficaz. Esta cartilha apresenta 23 recomendações direcionadas a melhores práticas de Governança Corporativa, destacamos algumas destas recomendações. Similar a esta cartilha da CVM, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa possui um código em que são apresentadas de uma maneira mais ampla diversas recomendações para a Governança Corporativa. Neste Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa, são especificadas todas as características relativas à Governança Corporativa.

Os conteúdos da cartilha da CVM e do código do IBGC são similares, a única diferença são algumas abordagens, no código do IBGC fica claro que o enfoque é nos Conselhos de Administração. Isto demonstra a importância dos Conselhos de Administração para com a Governança Corporativa. O Quadro 1 aborda alguma das recomendações da Cartilha da CVM de 2002 e do Código de Melhores Práticas do IBGC (2010).

**Quadro 1 - Recomendações de Melhores Práticas de Governança Corporativa da 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. | CVM |
| 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 conselho fiscal deve ser composto por, no mínimo, três e, no máximo, cinco membros. Os titulares de ações preferenciais e os titulares de ações ordinárias, excluído o controlador, terão direito de eleger igual número de membros eleitos pelo controlador. | |
| 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. | IBGC |
| 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 de Conselho como convidado. | |
| As atribuições do presidente do Conselho são diferentes e complementares as do diretor presidente. Para que não haja concentração de poder, em prejuízo de supervisão adequada da gestão, deve ser evitado o acumulo das funções de presidente do Conselho e diretor-presidente pela mesma pessoa. | |

Fonte: Elaborado a partir de CVM (2002) e IBGC (2010).

## 2.3 CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

De acordo com Silveira *et al.* (2003), a governança corporativa visa a aumentar a probabilidade de os fornecedores de recursos garantirem para si o retorno sobre seu investimento, por meio de um conjunto de mecanismos no qual se inclui o Conselho de Administração.

O Conselho de Administração tem papel decisivo na implantação de práticas de Governança Corporativa, segundo o IBGC (2010), o Conselho de Administração, é um órgão colegiado encarregado do processo de decisão de uma organização em relação ao seu direcionamento estratégico, e o principal componente do sistema de governança.

Segundo Hallqvist (2000), os membros do Conselho de Administração, de ambos os sexos, são eleitos pelos acionistas. A missão do Conselho de Administração é proteger o patrimônio e maximizar o retorno do investimento dos acionistas agregando valor ao empreendimento.

Além disso, o Conselho atua para minimizar os conflitos de agência, segundo Santos e Silveira (2007), o conselho de administração atua como mecanismo para convergência de interesses entre os gestores e os proprietários da companhia.

> O Conselho de Administração (CA) é o mais eficiente e versátil instrumento de gestão de participações societárias, porque possibilita de forma ampla, a orientação e o acompanhamento dos negócios da empresa, seja por parte dos acionistas controladores e investidores, seja por parte dos demais acionistas minoritários, nos casos previstos em lei. É um órgão de deliberação colegiada, cuja função principal é servir como instrumento dos acionistas na governabilidade dos ativos da companhia. Cabe também ao CA elaborar planejamentos estratégicos que busquem a maximização do lucro e a criação de valor para o acionista. (FUNCEF, 2005, p.8).

Para que um Conselho seja eficaz no seu trabalho e desempenhe bem suas funções um fator decisivo e bastante analisado é a sua Independência. 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.

Segundo Hallqvist (2000), as características de independência do Conselheiro em relação à diretoria e como pessoas físicas são:

a) não ter qualquer vínculo com a empresa além de ser membro do Conselho de Administração ou ser acionista;
b) não ter sido empregado da empresa ou de alguma subsidiária;
c) não estar oferecendo algum serviço a empresa;
d) não ser empregado de alguma entidade que está oferecendo serviços a empresa;
e) não ser parente de algum empregado da empresa;
f) não receber outra remuneração da empresa além dos honorários de conselheiro de administração e eventuais dividendos.

De acordo com o IBGC (2010), as atribuições do presidente do Conselho são diferentes e complementares as do diretor-presidente. Deve ser evitado o acumulo das funções de presidente do Conselho e diretor-presidente pela mesma pessoa.

Fica evidenciado que para uma gestão mais transparente e com maior igualdade é necessário uma maior independência do Conselho de Administração. Para salientar esta observação basta analisar os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa do Bovespa. Para se ingressar no nível mais alto, ou seja, no Novo Mercado, a empresa tem por obrigação possuir um Conselho de Administração com no mínimo 20% (vinte por cento) de conselheiros independentes.

## 2.4 ESTRUTURA DE CAPITAL

Como mencionado às empresas necessitam de capital para fazer investimentos, almejando aumentar seus lucros e também o seu valor, no entanto, acontece às vezes de a empresa não dispor de capital suficiente. A quantidade utilizada de Capital Próprio e Capital de Terceiros se enquadra na estrutura de capital das empresas.

De acordo com Brito, Corrar e Batistella (2007), 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, os capitais próprios são os recursos fornecidos pelos sócios ou acionistas, enquanto os capitais de terceiros envolvem os recursos obtidos por meio de dívidas.

Perobelli e Famá (2003), argumentam que considerando-se 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.

.

### 2.4.1 Principais indicadores de Estrutura de Capital

Um dos métodos utilizados para mensurar a estrutura de capital das empresas envolve o uso de alguns indicadores específicos. De acordo com Assaf Neto (p. 107; 2010), estes indicadores são utilizados, basicamente, para aferir a composição (estrutura) das fontes passivas de recursos de uma empresa. Ilustram, com isso, a forma pela qual 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.

**Quadro 2 - Indicadores de Estrutura de Capital**

| Indicador | Fórmula |
|---|---|
| Relação Capital de Terceiros e Capital Próprio | Exigível Total (Passivo Circulante + Exigível a Longo Prazo) / Patrimônio Líquido |
| Relação Capital de Terceiros/ Passivo Total | Exigível Total/ Passivo Total (Exigível Total + Patrimônio Líquido) |
| Relação entre Dívida Bruta e Patrimônio Líquido | Dívida Bruta/ Patrimônio Líquido |
| Dívida Total Bruta | Somatório das dívidas de curto e longo prazo |

**Fonte: Elaboração própria**

É interessante para a empresa trabalhar com Capital de Terceiros, tendo em vista os benefícios fiscais que a dívida pode proporcionar (Modigliani e Miller, 1963), entretanto, segundo Marion (2009), uma participação do Capital de Terceiros exagerada em relação ao capital próprio torna a empresa vulnerável a qualquer intempérie. Isso ocorre porque a empresa fica muito dependente de recursos externos, e qualquer crise que aconteça na empresa tende a ser muito mais acentuada, e a falta de capital refletirá muito forte na empresa,

e ela incorrerá em custos onerosos para conseguir novos recursos de terceiros devido a situação desfavorável da empresa.

## 3 METODOLOGIA

Como o objetivo deste estudo é avaliar se a Independência dos Conselhos de Administração influencia na composição da Estrutura de Capital das empresas, fez-se necessário realizar um levantamento da composição dos Conselhos de Administração, identificando características que permitam mensurar sua Independência. Além disso, fez-se necessário também identificar elementos referentes à Estrutura de Capital das empresas analisadas.

### 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 àquelas empresas cuja liquidez em bolsa foi superior a 0,1 no período analisado, de 2007 a 2011. Em seguida, procedeu a exclusão das 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 seguindo as recomendações do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC de Julho de 2010. Dentre todas as recomendações destacaram-se três e por meio destas três 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 as do diretor-presidente. Para que não haja concentração de poder, em prejuízo de supervisão

adequada da gestão, deve ser evitado o acumulo das funções de presidente do Conselho e diretor-presidente pela mesma pessoa.

2- E 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, estagio 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, o Tipo de Conselheiro (Conselheiro de Administração ou Conselheiro Fiscal), o Cargo ou Função, a 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 auxilio o Software Economática, onde foram coletados as variáveis relativas à Estrutura de Capital das empresas. Os indicadores coletados foram:

1- Exigível / Patrimônio Líquido

2- Dívida Bruta/ Patrimônio Líquido

3- Dívida Total Líquida

4- Dívida Total Bruta

5- Dívida Bruta/ Ativo

A partir da coleta dos dados referentes tanto à Independência do Conselho de Administração quanto da Estrutura de Capital das empresas procedeu-se a análise econométrica.

## 3.3 MODELO DE DADOS EM PAINEL COM VARIÁVEL DEPENDENTE BINÁRIA

De acordo com Baltagi (2005, p.1), o termo "dados em painel" refere-se à partilha de observações em uma seção transversal de famílias, países, empresas, etc mais de vários períodos de tempo. Isto pode ser conseguido através do levantamento de um número de famílias ou indivíduos e acompanhá-los ao longo do tempo.

Existe uma série de motivos que permitem o uso do modelo de dados em painel, segundo Hsiao (2003) e Klevmarken (1989) *apud* Baltagi (2005) estes incluem: (1) Controle da heterogeneidade individual, ao contrário das séries temporais e *cross-section* que não controlam a heterogeneidade e correm o risco de obter resultados enviesados, os dados em painel controlam o comportamento dos regressores que podem ser invariáveis por indivíduos ou invariáveis no tempo, controlando possíveis influências na variável dependente; (2) os dados em Painel dão dados mais informativos, mais variabilidade, menos colinearidade entre as variáveis, mais graus de liberdade e mais eficiência; (3) são melhores para identificar e mensurar efeitos que são simplesmente não detectáveis através de corte transversal e séries temporais graças aos efeitos fixos ou aleatórios estimáveis; (4) os dados do Painel são mais capazes de identificar e medir efeitos que simplesmente não são detectáveis em puros seção transversal ou puro dados de séries temporais; (5) os modelos de dados do Painel nos permitem construir e testar modelos comportamentais mais complicados do que puramente transversal ou de séries temporais de dados; (6) os dados em painel em aspecto Micro reunidos sobre os indivíduos, empresas e famílias pode ser medido com mais precisão do que as variáveis semelhantes medidos no nível macro.

Segundo Gujarati (2006) *apud* Aita *et al.*(2009), os modelos de dados em painel são estimados a partir da abordagem dos efeitos fixos (EF) e dos efeitos aleatórios (EA). O termo ñefeitos fixosò decorre do fato de que, embora o intercepto possa diferir entre indivíduos, cada intercepto não se altera no tempo, sendo invariante.

Para Wooldrigde (2006) *apud* Aita *et al.*(2009), a inferência com estimador de efeitos fixos é potencialmente mais sensível a não normalidade, à heterocedasticidade e a correlação serial nos erros idiossincráticos; de outro lado é menos sensível à violação da exogeneidade estrita.

Sendo assim, de acordo com Kennedy (2006) *apud* Aita *et al.*(2009), existem dois tipos de variação nos dados: (1) variação de uma observação para um único indivíduo (*within*) e (2) a variação nas observações entre os indivíduos (*between*).

De acordo com Kennedy (2006) *apud* Aita *et al.*(2009), o estimador de efeitos fixos usa o tipo de variação *within* onde a variação ocorre dentro de cada unidade cruzada. Os efeitos aleatórios é uma média ponderada desses dois tipos de variação, ou seja, é *within* e *between*.

De acordo com Cameron e Trivedi (2009) *apud* Fávero e Almeida (2011), os modelos de efeitos fixos apresentam a complicação adicional de que os regressores sejam correlacionados com os efeitos do nível do indivíduo e, portanto, uma estimação consistente dos parâmetros do modelo requer uma eliminação ou controle dos efeitos fixos.

Assim, um modelo que leva em conta os efeitos específicos do indivíduo para uma variável dependente $y_{it}$ especifica que:

$$y_{it} = \beta_{0i} + x'_{it}\,\beta_1 + \mathring{U}_{it} \qquad (1)$$

Em que $x'_{it}$ são regressores, $\beta_{0i}$ são os efeitos aleatórios específicos de indivíduo e $\mathring{U}_{it}$ representa o erro idiossincrático.

Um modelo de dados em painel, em que a variável dependente é representada por uma *dummy* $y_{it}$ com regressores $x_{.it}$, em que i denota o indivíduo e t o período, pode ser especificado da seguinte forma:

$$f(y_{it} \mid \breve{U}, x_{it}) = f(y_{it}, \breve{U} + x_{it}'\,\beta, \delta), \qquad t=1, ..., T_i \quad i = 1, ..., N \qquad (2)$$

Em que $\delta$ representa os parâmetros de um modelo aditivo, como parâmetros de variância, e $\breve{U}$ denota o efeito de cada indivíduo.

A variação total das observações de um regressor x em torno da média geral:

$\bar{x} = 1/ \times_i T_i \times_i \times_t X_{it}$ no conjunto de dados pode ser decomposta na soma da variação *within* ao longo do tempo para cada indivíduo em torno de $\bar{x}_i = T \times_t X_{it}$ e na variação *between* entre indivíduos (para $\bar{x}_i$ em torno de $\bar{x}$). De acordo com Cameron e Trivedi *apud* Fávero e Almeida (2011):

Variância *Within*: $s^2_{xW} = \frac{1}{\sum i\ Ti-1} \times_i \times_t (X_{it} - \bar{x}_i + \bar{x})^2$

Variância *Between* $s^2_{sB} = \frac{1}{N-1} \times_i (\bar{x}_i - \bar{x})^2$

Variância Geral (*Overall*): $s^2_{xO} = \frac{1}{\sum i\ Ti-1} \times_i \times_t (\bar{x}_i - \bar{x})^2$

As notações N e $\times_i$ Ti correspondem, respectivamente, ao número de indivíduos e ao número total de observações ao longo do tempo.

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

1 - $Ex/PL_{it} = \breve{U} + б_1 independencia_{it} + u_{it}$

2 - $DivBrPL_{it} = \breve{U} + б_1 independencia_{it} + u_{it}$

3 - $DivTotLiq_{it} = \breve{U} + б_1 independencia_{it} + u_{it}$

4 - $DivTotbr_{it} = \breve{U} + б_1 independencia_{it} + u_{it}$

5 - $DivBrAt_{it} = \breve{U} + б_1 independencia_{it} + u_{it}$

Em que:

Ex/ PL, DivBrPL, DivTotLiq, DivTotbr, DivBrAt são nossas variáveis explicadas, independência é nossa variável explicativa precificada pelo nosso modelo binário, e $u_{it}$ representa os erros idiossincráticos.

## 4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Segundo o código de melhores práticas do IBGC (2010), é aconselhável que os Conselhos de Administração possuam no mínimo, 5 (cinco) e, no máximo, 11 (onze) conselheiros. Seguindo essa analogia o Gráfico 1 apresenta a quantidade de empresas que possuíam Conselhos com quantidade de Conselheiros superior a 5 e no máximo 11:

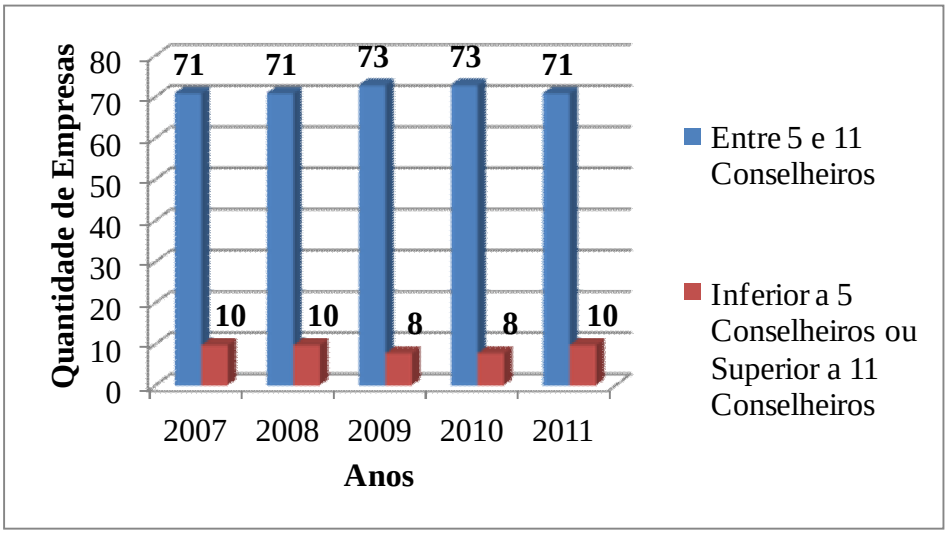


**Gráfico 1 - Representação dos Conselhos com que continham de 5 a 11 Conselheiros no período de 2007 a 2011**

O Gráfico 1 demonstra que em média 88,64% das empresas seguem a recomendação do IBGC, em contra-partida 11,36% das empresas analisadas possuem um Conselho de Administração com um número inferior a 5 conselheiros ou com um número superior a 11 conselheiros, isto sinaliza um problema pois, conselhos muito pequenos tendem a ter pouca representatividade, e ainda são corrompidos mais facilmente. Conselhos de tamanho elevado, com uma quantidade superior a 11 membros, tendem a ter múltiplas opiniões, gerando um conflito em qualquer votação do Conselho. Vale ressaltar que o Conselho de Administração gera um custo para a empresa, Conselhos com muitos membros geram um custo elevado para a empresa. Entretanto, vale frisar que esta recomendação é a mais amplamente utilizada e adotada pelas empresas analisadas.

Ao estudar a Independência dos Conselhos de Administração um fator bastante relevante é a recomendação de o cargo de Presidente do Conselho e Diretor Geral da Empresa ser exercido por pessoas distintas. Essa recomendação é uma unanimidade, e está presente além do Código do IBGC (2010), também na cartilha da CVM (2002). O Gráfico 2 demonstra se as empresas desta amostra estão adotando esta recomendação:

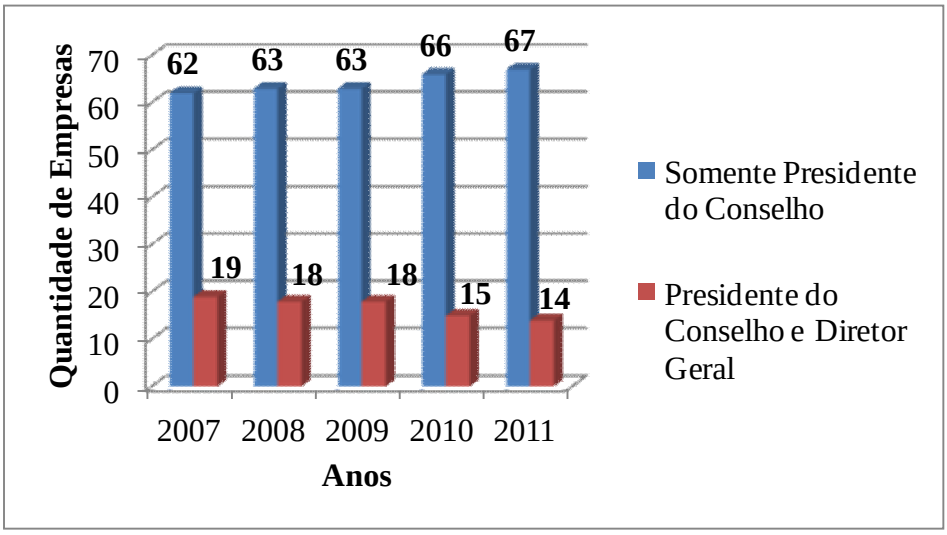


**Gráfico 2 - Representação das empresas que possuem o cargo de Presidente do Conselho de Administração e Diretor Geral da Empresa sendo exercido por pessoas diferentes**

Nota- se que a maioria das empresas segue a recomendação do cargo ser exercido por pessoas diferentes, em média 79,26% das empresas seguem a recomendação e o cargo de Presidente do Conselho e Diretor Geral da Empresa é exercido por pessoas diferentes. Mesmo sendo uma recomendação amplamente conhecida, ela não é seguida por cerca de 20,74% das empresas.

Ao observarmos o Gráfico 2, nota- se uma certa tendência em relação a esta recomendação, as empresas estão adotando a recomendação, em 2007 dezenove (19) empresas possuíam o cargo de Presidente do Conselho de Administração e Diretor Geral da Empresa ocupados pela mesma pessoa, em 2011 este número caiu para quatorze (14), foi uma redução de cerca de 26,32%, o que sinaliza novamente que as empresas estão seguindo a recomendação. A importância desta recomendação deriva do fato de que quando o cargo é exercido pela mesma pessoa a fiscalização fica muito deficitária e o Diretor Geral tem certa liberdade para fazer o que quiser na empresa, pois ele ainda é Presidente do órgão que regula suas ações. Quando a recomendação é adotada, a fiscalização é maior, e o Presidente do Conselho tem fundamental importância neste papel de fiscalizar.

Segundo o IBGC (2010) é aconselhável que os Conselhos de Administração possuam apenas membros externos, o quadro abaixo demonstra se as empresas utilizam somente membros externos:

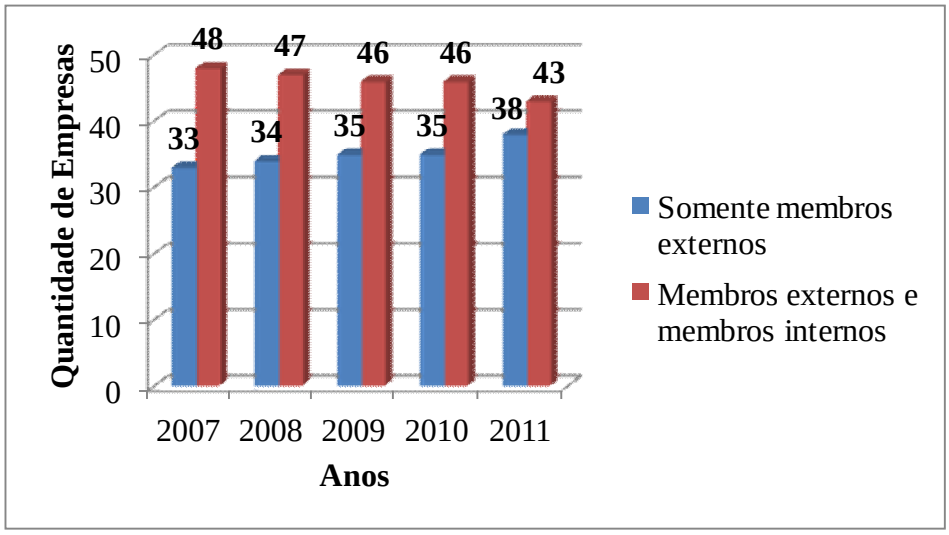


**Gráfico 3- Demonstração das empresas que utilizam somente membros externos no Conselho de Administração**

O Gráfico 3 demonstra, então, que muitas empresas contrariam a recomendação relativa a possuir somente membros externos no Conselho de Administração, em média 56,79% das empresas utilizam de membros internos e externos em seu Conselho de Administração. Em contra partida algo em média 43,21% das empresas utilizam somente membros externos. É bom frisar o aumento das empresas que utilizam somente membros externos em seu conselho, houve um aumento de 15,15% de 2007 até 2011. Talvez as empresas estejam se adequando objetivando uma maior segurança aos seus acionistas. Pois, Conselhos compostos por membros internos na empresa tendem a defender algum interesse especifico, e não o interesse de todos. Sendo assim o conselho é tendencioso e toma decisões que expropriam alguma parte envolvida.

Analisando a composição dos Conselhos de Administração, nota- se claramente que na amostra existe uma predominância de Conselhos Não Independentes o que entra em contradição aos códigos de melhores práticas de Governança Corporativa CVM (2002) e IBGC (2010).

O Gráfico 4 demonstra a quantidade de conselheiros independentes e não independentes das 81 empresas estudadas, o período analisado é de 2007 a 2011:

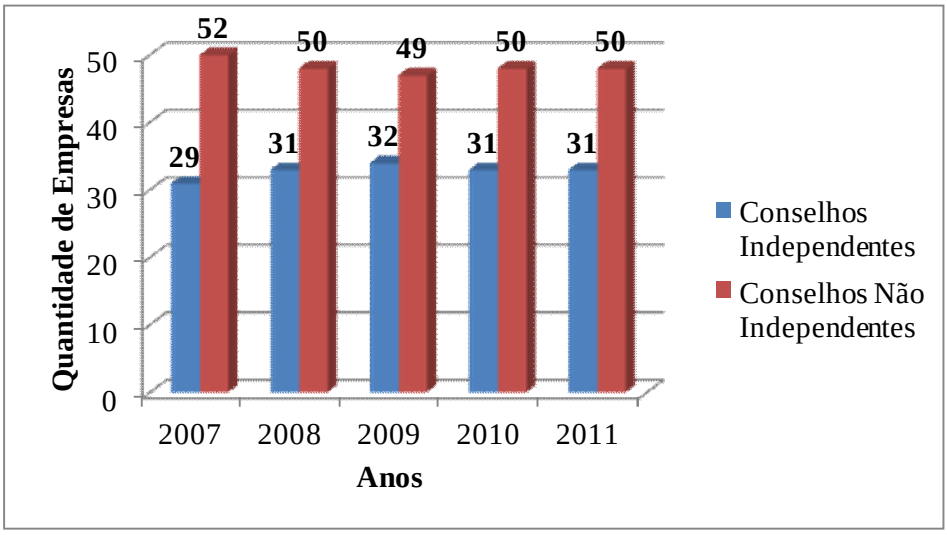


**Gráfico 4- Representação da quantidade de Conselhos Independentes e Não Independentes no Período de 2007 a 2011**

Como pode- se notar, o número médio de Conselhos Independentes foi menor do que o de Conselhos não independentes para o período em questão. Além disso, observa-se que a quantidade de Conselhos Independentes teve uma alta tomando-se como base o ano de 2007, isto reforça a preocupação das empresas em se adequar aos Códigos de Melhores Práticas de Governança Corporativa.

Entretanto, o que mais se destaca é o número relativamente alto de empresas que possuem Conselhos Não Independentes. Nestes casos, em sua maioria, as empresas apresentam Conselhos com um número de membros maior que o ideal, principalmente, apresentam o Presidente do Conselho de Administração como Diretor Geral da Empresa. Desta forma, a partir da análise destes resultados preliminares, e considerando Conselhos independentes aqueles que preencheram todos os quesitos anteriores, obteve-se uma definição quanto a independência dos conselhos, apresentada pela Tabela 1.

**Tabela 1- Resultado da Independência dos Conselhos de Administração**

| ANO | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|---|---|---|---|---|
| Conselhos Independentes | 29 | 31 | 32 | 31 | 31 |
| Conselhos Não Independentes | 52 | 50 | 49 | 50 | 50 |
| Total | 81 | 81 | 81 | 81 | 81 |

Com o auxílio do software Stata 12.0, procedeu-se as análises econométricas seguindo os modelos e os testes econométricos já mencionados. Ressalta-se que foram realizados os Testes de Wooldridge para detecção de auto-correlação 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 heterocedasticidades em todos os testes realizados. Para solucioná-los, utilizou-se de estimações considerando erros padrão robustos em todos os casos.

Os resultados obtidos são apresentados na Tabela 2:

**Tabela 2 - Resultados do Modelo de dados em Painel**

| | **Efeito Fixo** | | **Efeito Aleatório** | |
|---|---|---|---|---|
| **Variável** | **Ŭi** | **ϭ$_1$** | **Ŭi** | **ϭ$_1$** |
| **Ex/PL** | ( 1. 36 ) | ( 364. 3276 ) | ( 1. 65 ) | ( 148. 4381) |
| **DivBrPL** | ( 2. 16 ) | ( 204. 6034 ) | (1. 64 ) | ( 63. 39933) |
| **DivTotLiq** | ( 0. 04 ) | ( 94660.55 ) | 0. 25 | 590784. 7 |
| **DivTotbr** | ( 0. 16 ) | ( 258794. 2 ) | ( 0. 35 ) | ( 498 798 ) |
| **DivBrAt** | ( 0. 84 ) | ( 2. 189655 ) | 0. 31 | . 6563546 |

Os resultados apresentados dizem respeito ao Valor p (p value), ele pode ser entendido como o nível de significância ou exato. É o nível mínimo de significância ao qual a hipótese nula pode ser rejeitada. A variável Ex/ PL teve como resultado valores acima do nível de significância de 0,05, tanto o Efeito Fixo quanto o Aleatório obteve valores superiores, sendo assim pode-se dizer que não é possível rejeitar a Ho (hipótese nula).

Além disso, essa variável possuiu valores t (t - Student) que nos permite avaliar que a estatística t está dentro do intervalo de Confiança não sendo possível novamente rejeitar a hipótese nula (Ho). Conclui- se que a variável Ex/ PL é pouco explicada pela independência dos Conselhos de Administração.

A variável DivBrPL possui um valor p para o Efeito Fixo até significante, entretanto ao analisarmos a estatística t que foi de -2,16 conclui- se que não é possível rejeitar a hipótese nula. No Efeito Aleatório acontece o mesmo procedimento do Ex/ PL, os resultados mostram um valor p acima do nível de significância de 0,05, sendo assim não rejeitamos a hipótese

nula (Ho), a estatística t ficou dentro da região de aceitação reforçando que não é possível rejeitar a hipótese nula (Ho). A variável DivBrPL é pouco explicada pela independência dos Conselhos de Administração.

As demais variáveis DivTotLiq, DivTotBr, DivBrAt, obtiveram resultados similares as demais, todas com valor p acima do nível de significância, e a estatística t dentro da região de aceitação, sendo possível assim dizer que não é possível rejeitar a hipótese nula (Ho). Por fim, pode- se dizer que as variáveis DivTotLiq, DivTotBr, DivBrAt, são pouco explicadas pela independência dos Conselhos de Administração.

Pelo descrito é possível concluir que, para as empresas avaliadas, não foi possível identificar uma relação causal entre a independência do Conselho de Administração e a composição da Estrutura de Capital das Empresas estudadas, resultado semelhante ao de Rehman *et al* (2010), que estudou a relação entre governança corporativa e estrutura de capital das selecionadas aleatoriamente de 19 bancos do Paquistão.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O tema Governança Corporativa tem sido difundido em toda a sociedade, sua importância tem despertado o interesse dos *stakeholders* das empresas que buscam segurança e transparência na gestão das empresas.

Sobre a Governança Corporativa existem diversas recomendações para melhorar a qualidade de Governança Corporativa, algumas destas recomendações podem ser encontradas na cartilha da CVM (2002), e no código de recomendações do IBGC (2010), tudo isso reforça a importância do tema. Empresas que optam por seguir estas recomendações sinalizam uma informação positiva para seus investidores, pois eles se sentem mais seguros e depositam uma confiança maior na administração da empresa.

O principal mecanismo da Governança Corporativa é o Conselho de Administração, entretanto não basta somente a existência do Conselho, ele deve ser um Conselho que cumpra seu papel que fiscalize e monitore as tomadas de decisão da empresa. A qualidade do Conselho é mensurada por algumas variáveis, destas variáveis destaca- se a Independência dos Conselhos.

Dentro do meio empresarial outro fator que tem bastante relevância é a Estrutura de Capital das Empresas, que pode ser entendido como o percentual utilizado de capital próprio e capital de terceiros, o capital próprio são os lucros retidos e o capital de terceiros é o capital de bancos, *ADRôs* etc.

A Independência dos Conselhos de Administração e a Estrutura de Capital são variáveis que influenciam diretamente nas tomadas de decisão da empresa, isto demonstra sua importância e a necessidade de mensurar se existe uma inter- relação entre ambas. Neste sentido este estudo estudou a relação entre estas duas variáveis

A pesquisa procurou coletar dados referentes aos Conselhos de Administração de 81 empresas, esta coleta foi feito no site da CVM, onde a maioria das empresas de capital aberto do Brasil com ações negociadas no BOVESPA publicam seus resultados.

Os dados levantados foram o Nome de cada conselheiro efetivo da empresa em cada ano do período, o Tipo de Conselheiro (se é Conselheiro de Administração ou Conselheiro Fiscal), o Cargo ou Função, a descrição da Função e o Ano. O período coletado foi do ano de 2007 a 2011, de posse destes dados foi necessário mensurar a Independência ou a Não Independência dos Conselhos. Para isso utilizou- se um modelo binário onde 0 significava ñ Não Independenteò e 1 significava ñIndependenteò. O embasamento para justificar se um Conselho era ou não independente tomou como premissa três recomendações do IBGC (2010), (o conselho não poderia possuir menos que 5 e mais do que 11 membros, o cargo de Presidente do Conselho e Diretor Geral da empresa deveria ser ocupado por pessoas distintas, e o Conselho deveria ser composto só por membros externos).

Os resultados demonstraram que em média 32,80% dos Conselhos analisados eram Independentes, e o restante era Não Independente, dentre as três recomendações abordadas para encontrar a independência, a recomendação de possuir somente membros externos foi a principal responsável pelo alto número de Conselhos não independentes. E a recomendação mais seguida foi quanto à quantidade de membros do Conselho.

A primeira parte do trabalho foi isto, entretanto era necessária ainda a coleta de dados referentes à Estrutura de Capital destas empresas, para isso utilizou- se o Economática para a coleta destes dados, coletou- se dados referentes a 5 indicadores de Estrutura de Capital (Exigível / Patrimônio Líquido, Dívida Bruta/ Patrimônio Líquido, Dívida Total Líquida, Dívida Total Bruta, Dívida Bruta/ Ativo).

Com as informações relativas à Estrutura de Capital e já mensuradas a Independência dos Conselhos ficou possível utilizar nosso modelo para estudar a existência de relação entre estas duas variáveis.

O modelo utilizado na pesquisa foi o Modelo de Dados em Painel que segundo Baltagi (2005, p.1), refere-se à partilha de observações em uma seção transversal de famílias, países, empresas, etc mais de vários períodos de tempo. Este modelo utiliza para isso Efeitos Fixos e Aleatórios.

Os resultados demonstram que não foi possível encontrar uma relação entre Independência e Conselho de Administração, esta conclusão foi possível após os resultados gerados no Modelo de Dados em Painel, onde nenhum dos 5 indicadores foi explicado pela Independência dos Conselhos. O valor p (*p value*) de todos os indicadores mostraram um valor acima do nível de significância sendo assim possível dizer que não podemos rejeitar a hipótese nula (Ho).

A pesquisa demonstra de uma maneira bem ampla a independência dos Conselhos de Administração das empresas, e ainda mostra que a maioria dos Conselhos não é Independente se relevarmos as recomendações do Código de Recomendações do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa de 2010. Isto sinaliza negativamente para os acionistas que enxergam na Governança Corporativa e principalmente na Independência um meio de proteção e transparência. Além disso, esta pesquisa demonstra que não há uma relação casual entre Independência dos Conselhos de Administração e Estrutura de Capital das Empresas. Este resultado é semelhante ao encontrado por Rehman *et al* (2010), onde ele afirma que não há relação entre governança corporativa e estrutura de capital no setor bancário do Paquistão.

## 6 REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS


AITA, J.; ZANI, J. ; SCHONERWALD, C. E. . **Determinantes de Insolvência Bancária no Brasil: Identificação de evidências Macro e Microeconômicas.** In: 11o. Encontro Brasileiro de Finanças, 2011, Rio de Janeiro. 11o. Encontro Brasileiro de Finanças, 2011.

ANDRADE, L.P.; SALAZAR, G.T.; CALEGÁRIO, C.L.L.; SILVA, S.S. **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, Jul./ Ago. 2009.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e Valor.** 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010. 726 p.

BALTAGI, Badi H. **Econometric Analysis of Panel Data**. Third Edition, John Wiley & Sons. Ltd 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, maio/ agosto 2009.

BATISTA , A. F.; SIQUEIRA, B. S.; NOVAES, J. F.; FIGUEIREDO, D. M.. **Estrutura de Capital: Uma estratégia para endividamento ideal ou possível**. Anais - XXV ENEGEP, v. 1, p. 1873-1880, 2005.

BRITO, G. A.; CORRAR, Luiz J.; BATISTELLA, Flávio Donizete. **Fatores determinantes da Estrutura de Capital das Maiores Empresas que atuam no Brasil.** *Revista de Contabilidade e Finanças - USP*, São Paulo, n. 43, p.9-19, 2007.

BRUÉRE, A. J. ; MENDES-DA-SILVA, W.; DOS SANTOS. J. F. **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 · Mai. / Ago. 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, NOV/DEZ 2009.

COSTA MARQUES, M. C. **Aplicação dos Princípios da Governança Corporativa ao Sector Público**. *Revista de Administração Contemporânea.* Curitiba. V. 11, n. 2, Abr./Jun. 2007.

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, Mai./Ago. 2002.

FÁVERO, Luiz Paulo L. ; ALMEIDA, Jose Elias F.. **Modelo de Painel Logit para Avaliação de Retornos Positivos em Mercados Acionários.** In: XLIII Simpósio Brasileiro de Pesquisa Operacional, 2011, Ubatuba/SP. XLIII Simpósio Brasileiro de Pesquisa Operacional, 2011. v. XLIII.

FERREIRA, Daniel.; FERREIRA, Miguel A., MARIANO, Beatriz. Board Structure and Capital Structure. 2012. Disponível em: http://ssrn.com/abstract=2021522. Acesso em: 26 de fevereiro de 2012.

FUNCEF. **Manual de Governança Corporativa.** Funcef, 2005. 89 p.

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

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, abr. 2000.

HENG, Teh Boon; AZRBAIJANI, Shabnam; SAN, Ong Tze. Board of Directors and Capital Structure: Evidence from Leading Malaysian Companies. **Asian Social 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, 2010. 74 p.

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, 2008, p. 157- 183.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H.. **Teoria da Firma: Comportamento dos Administradores, Custos de Agência e Estrutura de Propriedade.** *Revista de Administração Eletrônica: Clássicos*, São Paulo, n. , p.1-39, 2008.

LA PORTA, R.; LÓPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. 2000. **Investor protection and corporate governance.** *Journal of Finance*, 58:3-27.

MARION, José Carlos. **Análise das Demonstrações Contábeis:** Contabilidade Empresarial. 4ª São Paulo: Atlas, 2009. 292 p.

MENDES-DA-SILVA, W.; ROSSONI, L.; MARTIN, D.L.; MARTELANC, R. **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. 337ï 357, 2008.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. **Corporate income taxes and cost of capital: a correction**. American Economic Review, v.53, p.433- 443 June 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, Jan./ Abr. 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 - USP*. São Paulo, n.44, p. 72- 85, Maio/ Agosto, 2007.

PEROBELLI, Fernanda Finotti Cordeiro; FAMÁ, Rubens. **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.

PUNSUVO, F.R.; KAYO, E.K.; BARROS, L.A.B de C. **O Ativismo dos Fundos de Pensão e a Qualidade da Governança Corporativa.** *Revista Contabilidade & Finanças ï USP*. São Paulo. V. 18, n. 45, p. 63-72, Set./ Dez. 2007.

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*, 191-195, 2010.

RIBEIRO NETO, R.M. e FAMÁ, R. 2001**. As perspectivas para o mercado brasileiro: a governança corporativa tem valor? Por que migrar para o novo mercado?** Dísponivel em: http://bibliotecadigital.fgv.br/ocs/index.php/ebf/1EBF/paper/viewFile/1727/838. Acesso em: 20/11/2012.

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

SANTOS, R.L.; SILVEIRA, A.D.M. *Board Interlocking* no Brasil: **A Participação de Conselheiros em Múltiplas Companhias e seu Efeito sobre o Valor das Empresas**. *Revista Brasileira de Finanças.* Rio de Janeiro. V. 5, n. 2, p. 125ï 163, 2007.

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, out/ dez, 2011.

SILVEIRA, A.D.M.; BARROS, L.A.B de C.; FAMÁ R. **Estrutura de Governança e Desempenho Financeiro nas Companhias Abertas Brasileiras: Um Estudo Empírico.** *Revista de Gestão da USP*. São Paulo. Caderno de Pesquisas em Administração, São Paulo, V. 10, n. 1, Jan./Mar. 2003.

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