

ÁREA TEMÁTICA: FINANÇAS E ECONOMIA

# Conselho de Administração: uma análise da influência nos níveis de endividamento

*Board of Directors: an analysis of the impact in debt levels*

*Consejo de Administración: un análisis de la influencia en los niveles de endeudamiento*

Edilson dos Santos Silva<sup>1</sup>  
Joséte Florêncio dos Santos<sup>2</sup>  
Moisés Araújo Almeida<sup>3</sup>

Recebido em 17 de novembro de 2010 / Aprovado em 25 de novembro de 2011

Editor Responsável: João Maurício Gama Boaventura, Dr.

Processo de Avaliação: *Double Blind Review*

## RESUMO

Os escândalos financeiros das últimas duas décadas realçaram os debates sobre as práticas de governança corporativa das empresas. Nesse mesmo período, órgãos governamentais e não governamentais contribuíram para a evolução da governança, permitindo uma maior segurança aos possíveis investidores. Neste contexto, o conselho de administração apresenta-se como um mecanismo de Governança Corporativa, cuja missão é proteger e valorizar o patrimônio e maximizar o retorno dos investimentos corporativos. Este artigo tem como objetivo verificar a influência do conselho de administração sobre o endividamento das empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&F Bovespa, no ano de 2008. O presente trabalho pode ser classificado como uma pesquisa descritiva e empírica. Para analisar a influência do

conselho no endividamento das empresas foi utilizado o método de Mínimos Quadrados Ordinários, numa amostra de 129 empresas. Os resultados mostraram que a *proxy* do conselho, apresentou uma relação negativa com o endividamento total e de longo prazo. Para as dívidas de curto prazo a relação foi positiva. Estes resultados podem ser interpretados como uma sinalização de que as empresas com melhores práticas de governança, ou seja, com maiores pontuações no índice utilizado, tendem a usar mais dívidas de curto prazo e menos dívidas de longo prazo. Desta maneira, entende-se que, devido à concentração de propriedade das empresas brasileiras, essas evidências refletem a aversão ao endividamento por parte dos controladores. Outra interpretação seria que a dívida, em particular a dívida de curto prazo, apresenta um potencial para disciplinar os gestores.

1. Doutorando em Administração e Professor na Universidade Federal de Pernambuco – UFPE. [santosedilson@hotmail.com]

2. Doutora em Administração e Professora na Universidade Federal de Pernambuco – UFPE. [jfs@ufpe.br]

3. Doutorando em Administração na Universidade Federal de Pernambuco – UFPE. Professor da Universidade Federal de Sergipe – UFSE. [moisesaraujoalmeida@yahoo.com.br]

Endereço dos autores: Av. dos Professores, s/n – Cidade Universitária, Recife – PE Cep. 50670-901 Brasil

**Palavras-chave:** Conselho de administração. Governança corporativa. Endividamento.

#### ABSTRACT

The financial scandals of the last two decades have highlighted the debate on corporate governance practices of companies. In the same period non-governmental bodies have contributed to the evolution of governance, enabling greater security for potential investors. In this context, the board is presented as a mechanism for Corporate Governance, whose mission is to protect and enhance the assets and maximize the return on corporate investments. This article aims to determine the influence of the board on the indebtedness of companies listed in different levels of corporate governance BM&FBovespa, in the year 2008. The present work can be classified as a descriptive and empirical research. To analyze the influence of advice on corporate debt we have used OLS method, a sample of 129 companies. The results have shown that the proxy board presented a negative relationship with total debt and long term. For the short-term debt ratio was positive. These results can be interpreted as a sign that companies with best governance practices, ie, with higher scores on the index used, tend to use more short-term debt and less long-term debt. Thus, it is understood that due to concentration of ownership of Brazilian companies, this evidence reflects the debt aversion on the part of drivers. Another interpretation would be that debt, in particular, the short-term debt has a potential to discipline managers.

**Key words:** Board of directors. Corporate governance. Debt.

#### RESUMEN

Los escándalos financieros de las dos últimas décadas estimularon los debates sobre las prácticas de gestión corporativa de las empresas. En el mismo período, organismos gubernamentales y no gubernamentales contribuyeron a la evolución de la gestión, posibilitando mayor seguridad para los potenciales inversores. En este contexto, el

consejo de administración se presenta como un mecanismo de Gestión Corporativa, cuya misión es la de proteger y revalorizar el patrimonio y maximizar el retorno de las inversiones corporativas. Este artículo tiene como objetivo determinar la influencia del consejo de administración sobre el endeudamiento de las empresas listadas en las categorías diferenciadas de gestión corporativa de BM&FBovespa, en el año 2008. El presente trabajo se puede clasificar como una investigación descriptiva y empírica. Para analizar la influencia del consejo en el endeudamiento de las empresas se utilizó el método de Mínimos Cuadrados Ordinarios, en una muestra de 129 empresas. Los resultados mostraron que la proxy del consejo presentó una relación negativa con el endeudamiento total y a largo plazo. Para las deudas a corto plazo la relación fue positiva. Estos resultados pueden interpretarse como señal de que las empresas con mejores prácticas de gestión, es decir, con calificaciones más altas en el índice utilizado, tienden a usar más las deudas a corto plazo y menos las deudas a largo plazo. Por lo tanto, se entiende que debido a la concentración de propiedad de las empresas brasileñas, estas constataciones reflejan la aversión al endeudamiento por parte de los gestores. Otra interpretación sería que la deuda, específicamente la deuda a corto plazo, tiene un gran potencial para disciplinar a los gestores.

**Palabras clave:** Consejo de administración. Gestión corporativa. Endeudamiento.

#### I INTRODUÇÃO

Os escândalos corporativos da década de 90, ocorridos nos Estados Unidos em empresas como a *ImClone Systems*; *Tyco*; *WorldCom* e *Enron*, realçaram os debates acerca das práticas de governança corporativa por órgãos governamentais e não governamentais. Esses órgãos contribuiram, ao longo dos anos, para a evolução das práticas de governança nas últimas décadas, permitindo aos investidores uma maior segurança na alocação de seus recursos.

Além desses acontecimentos, a competição trazida pela globalização dos mercados gera a necessidade das empresas tornarem-se bem governadas, pois, um dos componentes essenciais para a continuidade empresarial é o capital, e esse pode ser adquirido no mercado por meio de capital de terceiros.

Neste contexto, o conselho de administração apresenta-se como um mecanismo de governança que tem como missão, segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) (2004), proteger e valorizar o patrimônio, e maximizar o retorno dos investimentos corporativos. Portanto, os conselheiros devem sempre decidir no melhor interesse da sociedade como um todo, independente de quem os indicou ou elegeu.

Para a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) (2002, p. 4), o conselho de administração “deve atuar de forma a proteger o patrimônio da companhia, perseguir a consecução de seu objeto social e orientar a diretoria a fim de maximizar o retorno do investimento, agregando valor ao empreendimento”.

Segundo McIntyre, Murphy e Mitchell (2007) para um conselho ser eficiente deve possuir: diversidade moderada nas suas dimensões, incluindo questões como prazo do mandato e idade, o tamanho deve ser grande o bastante para trazer os recursos e as habilidades necessárias que a função requer, ter um mandato médio, e membros experientes.

Uma grande variedade de estudos tem investigado o conselho de administração, entre outras coisas, as pesquisas investigam: a composição do conselho e o desempenho da empresa (CARTER et al., 2008; MCINTYRE; MURPHY; MITCHELL, 2007; STRØM, 2007), os efeitos da qualidade do conselho sobre o desempenho das empresas (ADJAOUD; ZEGHAL; ANDALEEB, 2007), a aparente contribuição do *Chief Executive Officer* (CEO) como presidente do conselho de administração (DEY; ENGEL; LIU, 2009), remuneração do conselho e desempenho da empresa (CRESPI; GISPERT, 1999), conselho de administração e alavancagem (HARFORD; LI; ZHAO, 2007). Tais estudos proveem de *insights* sobre características do conselho que tendem a

ser correlacionados ao desempenho das empresas contribuindo para um melhor entendimento desta relação, cujo papel estratégico é agir segundo os interesses da empresa, sem perder de vista as partes interessadas.

De acordo com Harford, Li e Zhao (2007) conselhos coesos tomam decisões financeiras para ajudar a monitorar os gerentes, e esses conselhos fazem um grande uso de dívidas. Jensen (1986) afirma que maiores níveis de alavancagem financeira podem servir como um mecanismo de controle interno, que poderia vir a reduzir conflitos de agência entre executivos e acionistas, bem como os custos de agência oriundos de fluxos de caixa livre, pois se espera que os executivos sejam mais criteriosos na seleção e na implementação de projetos quando buscam capital no mercado.

Neste sentido, espera-se que as empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa, que se comprometem com a adoção de práticas de governança corporativa e divulgação adicional em relação ao que é exigido pela legislação, possuam conselhos mais atuantes visando a melhores resultados corporativos, minimizando os riscos inerentes ao mercado de atuação, pois o conselho de administração é considerado uma das principais ferramentas de governança, cujas atribuições de monitoramento dos gestores, têm o objetivo de adequar as decisões relevantes dos mesmos junto às diretrizes estratégicas da empresa.

No Brasil há um alto grau de concentração de propriedade e controle, desta maneira, o conselho de administração representa os interesses do acionista controlador (CARVALHALDA-SILVA; LEAL, 2005). Para Procianny e Schnorrenberger (2004), as empresas que apresentam maior concentração de propriedade tendem a apresentar aversão ao endividamento e risco financeiro. Neste contexto, pode-se levantar a hipótese de que os conselhos de administração, das empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa, intervêm nos níveis de endividamento. Portanto, a intervenção do conselho de administração nos níveis de endividamento cria limites, caso a empresa apresente problemas para honrar seus compromissos financeiros.

Assim, o presente artigo tem por objetivo verificar a influência do conselho de administração no endividamento das empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa.

Este trabalho contribui com a literatura existente por um ser um dos poucos estudos no País a relacionar o conselho de administração com endividamento (de curto e longo prazo, e total), além de explorar o papel do conselho de administração nas decisões de financiamento das empresas.

O trabalho estrutura-se da seguinte forma: na seção seguinte apresenta uma breve revisão sobre os níveis diferenciados de governança corporativa e conselho de administração. A seção 3 apresenta os procedimentos metodológicos. Na seção 4, encontram-se os resultados da pesquisa e, na última seção, as considerações finais.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 Níveis diferenciados de governança corporativa

Implantados em dezembro de 2000 pela BM&FBovespa, o Novo Mercado e os Níveis diferenciados – Nível 1 e Nível 2, foram desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse o interesse dos investidores e valorizasse as empresas, pois as empresas listadas nesses segmentos comprometem-se com a adoção de práticas de governança corporativa e divulgação adicional em relação ao que é exigido pela legislação.

De acordo com a BM&FBovespa (2006a, 2006b, 2006c), as principais exigências do Nível 1 são: manter um percentual de, pelo menos, 25% de ações em circulação, melhoria das informações prestadas, transparência nos acordos entre acionistas e programas de *stock options* e apresentação de um calendário anual de atividades corporativas. Para o Nível 2, além das obrigações do Nível 1, as empresas devem adotar uma ampla variedade de práticas de governança e direitos dos acionistas minoritários, por exemplo: mandato unificado de até dois anos, para todos os membros do conselho; divulgação de informações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS ou US

GAAP; extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 80% do referido valor para os detentores de ações preferenciais (*tag along*); garantia de direito de voto às ações preferenciais em algumas circunstâncias, tais como: transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia; adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários. No Novo Mercado, além das exigências do Nível 2, a empresa não pode emitir ações preferenciais.

Apresentam-se abaixo alguns trabalhos que mostram os impactos positivos da adesão aos segmentos de governança corporativa da BM&FBovespa.

Cicogna, Valle e Toneto Jr. (2005) analisaram como a adoção de melhores práticas de governança corporativa influencia o acesso das empresas a recursos de terceiros. Os resultados mostraram que as melhores práticas de governança influenciaram positivamente o acesso à dívida junto ao mercado financeiro e contribuíram para o alongamento do prazo do passivo (exigível a longo prazo), diminuindo o total do passivo circulante. O passivo exigível não se mostrou influenciado pela governança, o que pode ser explicado pelo fato de que os encargos com impostos e demais contas de cunho legal e social estão incluídos neste grupo de contas do balanço. Assim, pode-se dizer que existe uma sinalização de que melhores práticas de governança diminuem a restrição ao crédito das empresas.

Camargos e Barbosa (2006) analisaram o impacto da adesão aos segmentos de governança da BM&F Bovespa sobre o comportamento das ações, visando a identificar se ocorreram mudanças significativas sobre o retorno acionário anormal e sobre a liquidez. De acordo com os autores, de maneira geral, os objetivos de valorização e aumento de liquidez acionária esperados da adesão aos segmentos de governança foram confirmados, para as ações preferenciais e ordinárias, quando se avalia o seu impacto sobre a liquidez no mercado no longo prazo.

Martins, V. A., Silva e Nardi (2006) procuraram verificar se havia indícios de alterações

nos níveis de liquidez das ações das empresas que migraram do segmento tradicional para os de governança corporativa. Os resultados mostraram fortes indícios de que a liquidez das ações é alterada após a migração, sendo os indícios mais fortes para as ações ordinárias.

Kitagawa et al. (2007) analisaram o comportamento do custo de capital próprio das empresas ao aderirem aos níveis 1 e 2 de governança corporativa da Bovespa. Na análise foram encontradas evidências de que a adesão aos níveis 1 e 2 de governança reduz as estimativas de custo de capital próprio, mas este resultado não pode ser considerado conclusivo, pois a redução apresentada é relativamente pequena, podendo ser influenciada por outros fatores não relacionados às práticas de governança.

Analisando os trabalhos acima, percebe-se que há uma sinalização de que boas práticas de governança corporativa influenciam positivamente o acesso das empresas a recursos de terceiros, e aumentam a liquidez das ações das empresas. Assim, espera-se que as empresas bem governadas, auxiliadas pelos conselhos de administração, possam tomar decisões estratégicas que busquem a sustentabilidade da corporação no longo prazo.

## 2.2 Conselho de administração

Nos anos 80, algumas teorias chamavam a atenção para os conflitos e custos de agência, propondo que os acionistas das grandes empresas passassem a interferir mais em sua gestão, constituindo conselhos para representar os seus interesses (ANDRADE; ROSSETTI, 2006). Ao longo do tempo os conselhos de administração deixaram de ser *pro forma* e passaram a ser objetos de mudança, pois sempre lhes conferiam amplos poderes para conduzir os assuntos das corporações. A legislação ou os regimes internos passaram a buscar critérios tecnicamente mais rigorosos para a composição do conselho, e seus membros passaram a ser cobrados e avaliados, quanto ao seu interesse com os objetivos corporativos.

Para o IBGC (2004, p. 18), o conselho de administração “deve ter pleno conhecimento

dos valores da empresa, dos propósitos e crenças dos sócios e zelar pelo seu aprimoramento. Deve ainda prevenir e administrar situações de conflitos de interesse ou de divergência de opiniões, a fim de que o interesse da empresa sempre prevaleça”.

O novo cenário de forte regulação sancionou a resposta de grupos influenciadores e a movimentação de instituições preocupadas com os desdobramentos de alcance global de corporações mal governadas. De todas as reações regulatórias, a de maior extensão foi a Lei Sarbanes-Oxley (SOX), aprovada em julho de 2002 pelo Congresso americano. Os impactos da SOX e as mudanças nela inspiradas ajudaram a definir um novo cenário para a governança corporativa.

Andrade e Rossetti (2006) destacam alguns elementos deste novo cenário:

- a) os dias dos executivos-chefes que, nas grandes corporações, controlam os conselhos de administração estão contados. Como agentes fiduciários dos acionistas, os conselhos tendem a assumir o controle efetivo das corporações, especialmente definição de estratégias de negócios na avaliação da gestão e na cobrança de resultados que maximizem o retorno dos acionistas e atendam a interesses dos *stakeholders*.
- b) a redução de conflitos e de custos de agência, pela transparência e controle das remunerações e benefícios atribuídos pela alta administração.

Bornholdt (2005) afirma que o conselho de administração é o mecanismo de governança, cujo objetivo é dar suporte à administração para melhorar seu desempenho. Ainda segundo o autor, com o conselho de administração buscam-se formas de aperfeiçoar a gestão das empresas por meio de uma estrutura mais balanceada, reconhecendo as limitações de algumas administrações. “Nas organizações com boas práticas de governança corporativa, o conselho de administração tem postura ativa e independente e suas decisões refletem o interesse não apenas dos acionistas

controladores, mas de todos os componentes do processo” (MARINELLI, 2005, p. 57).

Alguns estudos exploram atributos do conselho como: tamanho do conselho, a presença de conselheiros externos, o acúmulo de funções do diretor executivo (como presidente do conselho de administração), analisando a sua eficácia.

Crespí e Gispert (1999) analisaram uma amostra de 113 empresas espanholas listadas, no período de 1990 a 1995. Os autores observaram o impacto da estrutura de governança sobre a remuneração do conselho e o desempenho das empresas. Especificamente, foi considerada a concentração de propriedade e a alavancagem como os principais determinantes da relação entre conselho e acionistas. O resultado confirma uma relação positiva entre a remuneração do conselho e o desempenho da empresa. A estrutura de governança das empresas mostra-se relevante quando explica o poder da relação compensação-performance e as diferenças entre o impacto da concentração de propriedade e a alavancagem da empresa.

Anderson, Sattar e Reeb (2004) examinaram o impacto das características do comitê de auditoria sobre o desempenho das empresas, destacando o comitê de auditoria como mecanismo direto do conselho de administração para monitorar os processos financeiros contábeis. Foi observado que comitês independentes são associados com baixos custos de financiamento. Essa evidência destaca o importante papel do conselho de administração e dos comitês de auditoria na credibilidade dos relatórios financeiros.

Schiehll e Santos (2004) analisaram a estrutura de propriedade e composição do conselho de administração de empresas brasileiras e constataram que as empresas listadas na BM&FBovespa são bastante concentradas. Essa evidência sugere que, em geral, o conselho de administração das empresas, listadas na BM&FBovespa, é composto predominantemente composto por acionistas majoritários e por executivos dessas empresas. Ainda neste sentido, documentou-se que a proporção de conselheiros externos é menor entre as empresas que possuem um acionista controlador na estrutura de capital social. Essa evidência suporta o argumento de que a independência do Con-

selho de Administração é inversamente relacionada à concentração de controle acionário. Além disso, constatou-se um número menor de membros do Conselho de Administração na amostra brasileira, se comparado a outras amostras de companhias americanas e canadenses.

Barros, Silveira e Famá (2006) investigaram os efeitos das mudanças do gestor (Diretor Presidente ou Presidente do Conselho de Administração) na performance e decisões corporativas. As mudanças dos gestores refletem nas variações das políticas de financiamento, ou seja, nos níveis de alavancagem financeiras das empresas. Também há indícios de uma significativa influência dos efeitos gerenciais (do Diretor Presidente) sobre o  $q$  de Tobin das empresas. Harford, Li e Zhao (2007) analisaram a relação entre o conselho de administração e as decisões de alavancagem. Os resultados encontrados apontaram uma relação positiva com o endividamento de curto prazo e uma relação negativa com o uso de dívida de longo prazo. Essas descobertas ressaltam a importância do poder do diretor *via-a-vis* do CEO.

Strøm (2007) explorou os efeitos diretos e indiretos dos diretores sobre o desempenho da firma, num painel de empresas listadas norueguesas de 1989 a 2002. Os resultados mostraram uma relação negativa entre diretores e o desempenho das empresas (medido pelo  $Q$  de Tobin) e uma relação positiva com o conselho e alavancagem. A *proxy* utilizada para o conselho de administração apresentou uma relação positiva com o desempenho da empresa e negativamente com a alavancagem.

Desender (2009) afirma que na prática as empresas com propriedade difusa possuem conselhos mais eficientes quando apresentam algumas características como: a alta proporção de membros externos, *dupla liderança* e menor tamanho do conselho. Havendo concentração de propriedade, o conselho será mais eficaz quando reúne as seguintes características: um número balanceado de membros internos e externos, *liderança única*, e, um conselho de tamanho maior.

Destaca-se, portanto, o papel importante do conselho na otimização do desempenho da empresa, pois possui papel fundamental no pla-

nejamento, na visualização e compreensão dos cenários externos e internos, bem como no posicionamento estratégico. Em resumo, deve haver um grupo coeso de gestores que permita a execução dos planos de ações e projetos aprovados.

### 3 METODOLOGIA

O presente trabalho pode ser classificado como uma pesquisa descritiva e empírica, de acordo com Sampieri, Collado e Lucio (2006), pois procura examinar se há influência do conselho de administração no endividamento das empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa, pois se supõe que as empresas listadas nestes níveis possuam melhores práticas de governança.

A população da pesquisa foi formada por todas as empresas, listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&F Bovespa, no ano de 2008. As informações contábeis e financeiras, bem como as informações sobre o conselho de administração, foram coletadas a partir de informações públicas, fornecidas pelas empresas de capital aberto à CVM para atender a exigência legal e no banco de dados do Economática.

Para verificar a influência do conselho de administração nos níveis de alavancagem, foi utilizado o método de Mínimos Quadrados Ordinários. Podendo ser expresso por meio da seguinte relação:

$$\text{Endividamento} = f(\text{Conselho, variáveis de controle}).$$

De acordo com Greene (2002), uma das propriedades mais úteis do modelo de regressão linear múltipla é a habilidade de identificar os efeitos independentes de um conjunto de variáveis sobre a variável dependente, apresentando-se como método de análise mais adequado.

Os dados foram organizados em planilha do MS-Excel®. As estatísticas descritivas das principais variáveis foram obtidas com o *software* estatístico Stata 10.

#### 3.1 Definição das variáveis

Neste trabalho, a *proxy* para mensuração do conselho de administração foi feita utilizando seis questões binárias e objetivas, cujas respostas foram obtidas exclusivamente por meio de dados secundários, de tal forma que cada resposta positiva adiciona um ponto e as empresas podem atingir até seis pontos. A *proxy* foi elaborada com base no que recomenda o código do IBGC, a CVM e a BM&FBovespa; e os estudos de Carvalhal-da-Silva e Leal (2005) e Santos e Leal (2007). A *proxy* do Conselho de Administração pode ser visualizada no Anexo A.

Foi selecionado um número adicional de variáveis explicativas (variáveis de controle), que segundo a literatura (ANDERSON; SATTAR; REEB, 2004; BARROS; SILVEIRA; FAMÁ, 2006; CRESPI; GISPERT, 1999; HARFORD; LI; ZHAO, 2007; STRØM, 2007), também podem influenciar os níveis de endividamento das empresas.

Para a análise foram utilizadas as variáveis constantes do quadro 1.

### 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Foram realizadas as estatísticas descritivas (média, mediana, mínimo, máximo e desvio padrão) das variáveis, os resultados são apresentados na tabela 1. Os resultados mostram que para as variáveis de estrutura de capital (ET, ELP e ECP), as empresas apresentam-se pouco alavancadas, com poucas dívidas de longo e curto prazo em média. Com respeito à variável de governança (CONSELHO), as empresas exibem uma mediana igual a 3, sendo a pontuação máxima de 6 pontos.

Em relação ao desempenho (ROA1 e ROA2), as empresas apresentam um desempenho discreto quanto à eficácia geral da administração em termos de geração de lucro com os ativos disponíveis. Sobre as variáveis de risco (LG e BETA), as empresas em média apresentam uma boa situação financeira de longo prazo, diante de todas as suas obrigações. As empresas mostram, também, oscilações acima do mercado (em média), ou seja, os ativos

Variável dependente	
Endividamento total – ET	Passivo circulante + Passivo não circulante / Ativo total
Endividamento de longo prazo – ELP	Passivo não circulante / Ativo total
Endividamento de curto prazo – ECP	Passivo circulante / Ativo total
Variáveis independentes	
Conselho	Proxy obtida por um questionário (baseado nas recomendações do IBGC, CVM e BM&FBovespa), composto por 6 perguntas, foi atribuído 1 (um) para cada resposta positiva e 0 (zero) em caso contrário.
Variáveis de controle	
Roal	Lucro operacional / Ativo total
Roa2	Lucro líquido / Ativo total
Tamanho	Logaritmo natural do Ativo total
Liquidez geral	Ativo circulante + Realizável a longo prazo / Passivo circulante + Passivo não circulante
Beta	Beta local - Indicador de risco sistemático obtido junto ao banco de dados da Economatica. O cálculo do Beta é realizado a partir das oscilações da ação e do Índice em cada um de n intervalos. = $\text{Covar}[\text{OscAção}, \text{OscInd}] / \text{Dvp2}[\text{OscInd}]$ onde: Covar = função covariância Dvp = função desvio padrão

Quadro 1 – Variáveis utilizadas no estudo.

Fonte: dos autores.

destas empresas apresentam uma maior valorização comparada com um índice de mercado (Ibovespa).

A correlação entre as variáveis do estudo apresenta-se na tabela 3, no anexo B. Neste momento, foi observada a influência da principal variá-

vel explicativa do estudo (CONSELHO), sobre as variáveis dependentes, em outras palavras, perceber se esta variável influencia positiva ou negativamente. Os resultados apontam que o conselho de administração parece admitir que sejam feitas dívidas no curto prazo, ao passo que são

Tabela 1 – Estatística descritiva das variáveis do estudo.

Variável	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio padrão
ET	0,5761	0,5566	0,0549	1,0434	0,2156
ELP	0,2867	0,2808	0,0020	0,7968	0,1676
ECP	0,2894	0,2490	0,0354	0,9487	0,1733
CONSELHO	2,5426	3,0000	0,0000	6,0000	1,1040
ROA1	0,0451	0,0523	-0,3945	0,3645	0,1061
ROA2	0,0302	0,0401	-0,3945	0,2449	0,0925
TAMANHO	15,0423	14,7055	12,5806	20,2750	1,6653
LG	1,3053	1,0649	0,1175	7,8835	1,0371
BETA	1,1806	1,2000	-0,3000	3,1000	0,5802
<b>Amostra</b>	129	129	129	129	129

Fonte: dos autores.

Nota: Estão apresentadas as estatísticas descritivas (média, mediana, mínimo, máximo e desvio padrão) das variáveis utilizadas neste estudo, isto é, o endividamento total (ET), endividamento de longo prazo (ELP), endividamento de curto prazo (ECP), proxy do conselho de administração (CONSELHO), retorno sobre o ativo (ROA1 e ROA2), tamanho da empresa (TAMANHO), liquidez geral (LG) e o beta das ações mais negociadas (BETA). A descrição dessas variáveis está apresentada na seção 3.1.



mais avessos ao endividamento de longo prazo, embora estes resultados não tenham apresentado significância estatística.

Na análise da influência do conselho de administração sobre o endividamento das empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa, no ano de 2008, foi utilizado o modelo de estimação apresentado no item 3. Nesta análise foi utilizado o método

de Mínimos Quadrados Ordinários – MQO. Para verificar a existência da heterocedasticidade foi utilizado o teste de Breusch-Pagan, e posteriormente, a heterocedasticidade foi corrigida com a matriz de White.

A amostra analisada contém 129 empresas de um total de 161, permaneceram apenas as empresas cujos dados comporão todas variáveis do estudo. Tanto as variáveis de desempenho quanto as

Tabela 2 – Efeito do índice do Conselho sobre o endividamento.

Variáveis		ET		ELP		ECP	
		A	B	A	B	A	B
Constante	?	-.0611161	.1756989	<b>.3012048</b>	.0298946	-.0948858	-.1201315
	t	-0.39	1.08	<b>2.53</b>	0.25	-0.59	-0.86
	sig.	0.696	0.282	<b>0.013</b>	0.805	0.559	0.391
Conselho	?	-.0067528	-.0132643	<b>-.0188925</b>	-.0177287	.0074936	.0085936
	t	-0.49	-1.20	<b>-2.00</b>	-1.60	0.63	0.68
	sig.	0.623	0.233	<b>0.048</b>	0.111	0.527	0.497
ROA1	?	<b>-.8545409</b>		<b>-.4730911</b>		-.1100025	
	t	<b>-5.75</b>		<b>-3.77</b>		-0.67	
	sig.	<b>0.000</b>		<b>0.000</b>		0.505	
ROA2	?		<b>-.7169391</b>		<b>-.8463359</b>		-.1902411
	t		<b>-4.63</b>		<b>-5.01</b>		-1.29
	sig.		<b>0.000</b>		<b>0.000</b>		0.200
Tamanho	?	<b>.0495952</b>	<b>.0371467</b>	.0098596	<b>.0244067</b>	<b>.0254298</b>	<b>.0272513</b>
	t	<b>5.02</b>	<b>3.63</b>	1.47	<b>3.33</b>	<b>2.53</b>	<b>3.00</b>
	sig.	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	0.143	<b>0.001</b>	<b>0.013</b>	<b>0.003</b>
LG	?		<b>-.0792301</b>	<b>-.0716833</b>		-.0096608	
	t		<b>-5.64</b>	<b>-4.26</b>		-0.88	
	sig.		<b>0.000</b>	<b>0.000</b>		0.380	
Beta	?	<b>-.045471</b>			-.0338751		-.0142287
	t	<b>-1.73</b>			-1.43		-0.57
	sig.	<b>0.087</b>			0.156		0.570
<b>F</b>		18.75	37.69	20.27	14.55	3.72	3.18
<b>sig.</b>		0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0067	0.0158
<b>R<sup>2</sup></b>		0.3433	0.4681	0.4155	0.2847	0.0877	0.0880

Fonte: dos autores.

Nota: As variáveis utilizadas foram: o endividamento total (ET), endividamento de longo prazo (ELP), endividamento de curto prazo (ECP), *proxy* do conselho de administração (CONSELHO), retorno sobre o ativo (ROA1 e ROA2), tamanho da empresa (TAMANHO), liquidez geral (LG) e o beta das ações mais negociadas (BETA). A descrição dessas variáveis está apresentada na seção 3.1. A amostra é formada por 129 empresas brasileiras de capital aberto listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa. Os dados são relativos ao ano de 2008. Para cada variável independente são apresentados os resultados dos parâmetros estimados ( $\beta$ ), a estatística  $t$ , e a significância estatística. Os coeficientes foram estimados pelo método *Mínimos Quadrados Ordinários*. Outros modelos foram estimados, mas não apresentados. Os valores em negrito são estatisticamente significantes a 5% e a 10%.

variáveis de risco foram utilizadas alternativamente na regressão. Desta forma, foi possível observar quais medidas de desempenho e risco são importantes na análise de endividamento.

Os resultados das regressões múltiplas, que podem ser vistos na tabela 2, mostram que a *proxy* do conselho (CONSELHO) apresentou resultado significativo apenas para o endividamento de longo prazo, mostrando uma relação negativa, ou seja, as empresas com melhores práticas de governança (em relação ao conselho de administração) apresentam um menor endividamento de longo prazo. Em outras palavras, significa dizer que o conselho de administração tende a se mostrar cauteloso em relação à contração de dívidas para o longo prazo. Vale ressaltar, também, que a variável conselho apresentou sinal negativo em relação ao endividamento total. Em relação às dívidas de curto prazo, há uma mudança de sinal, apontando para um maior uso deste tipo de endividamento. Esses resultados corroboram com os de Harford, Li e Zhao (2007) com relação aos sinais para as dívidas de curto e longo prazo, indicando que a dívida e, em particular, a dívida de curto prazo apresenta um potencial para disciplinar os gestores.

Os resultados encontrados, também, estão alinhados aos de Anderson, Sattar e Reeb (2004) e Barros, Silveira e Famá (2006), à medida que os níveis de alavancagem financeira das empresas são influenciados pelo monitoramento dos gestores pelo conselho de administração. Para Desender (2009) conselhos de empresas com concentração de propriedade podem ser mais efetivos quando há a combinação dos cargos do principal executivo (CEO) e o presidente do conselho, desta forma, o conselho seria mais efetivo. Este cenário pode ser caracterizado nas empresas brasileiras analisadas, pois aproximadamente 80% apresentam a combinação dos cargos do principal executivo e o presidente do conselho. Segundo Martins, H. C. e Rodrigues (2005), pode-se dizer que o papel do conselho de administração das empresas brasileiras, com relação às perspectivas teóricas legalista e econômica, devido à grande concentração de propriedade, tem o propósito maior de monitorar as ações do executivo em favor do acionista controlador.

Vale ressaltar que as variáveis ROA1 e ROA2 se mostraram estatisticamente significantes e com sinal constante, corroborando com Strøm (2007). A variável TAMANHO apresentou uma relação positiva em relação aos níveis de endividamento, mostrando que as empresas maiores possuem uma maior facilidade para obter financiamento, visto que dispõem de um patrimônio mais elevado, que poderá ser utilizado como garantia (ratificando os achados de Harford, Li e Zhao (2007)). Já as variáveis de risco (LG e BETA) mostraram-se estatisticamente significante em relação ao endividamento total, e mantiveram o sinal constante ao longo das estimações, sinalizando que as empresas mais arriscadas possuem menos endividamento (resultado semelhante ao de Strøm (2007) para a variável beta).

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo teve como objetivo verificar a influência do conselho de administração no endividamento das empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa, no ano de 2008. Para tanto, os dados foram coletados junto à CVM e ao banco de dados Econômica e, posteriormente, analisados. Observou-se que as empresas apresentam-se pouco alavancadas, com poucas dívidas, tanto de curto quanto de longo prazo. Em relação ao mecanismo de governança (conselho de administração), as empresas mostraram uma mediana igual a 3, evidenciando que metade das empresas estão acima desta pontuação, de um total de 6 pontos. Destacam-se as variáveis de risco (LG e BETA), por refletir a boa condição financeira das empresas analisadas, e por apresentar em média um retorno de seus ativos em média acima dos retornos de um índice de mercado (ou seja, Ibovespa).

Para verificar a influência do conselho de administração no endividamento das empresas foi utilizado o método de mínimos quadrados ordinários. Os resultados mostraram que a *proxy* do conselho apresentou uma relação negativa com o endividamento total e de longo prazo. Para as dívidas de curto prazo a relação foi positiva. Estes

resultados se assemelham aos de Harford, Li e Zhao (2007), podendo ser interpretado como uma sinalização de que as empresas com melhores práticas de governança (ou seja, com maiores pontuações no índice utilizado), tendem a usar mais dívidas de curto prazo e menos dívidas de longo prazo. Os resultados encontrados, também, estão alinhados aos de Anderson, Sattar e Reeb (2004); e; Barros, Silveira e Famá (2006), na medida em que, os níveis de alavancagem financeira das empresas são influenciados pelo monitoramento dos gestores pelo conselho de administração das empresas.

Desta maneira, entende-se que devido à concentração de propriedade das empresas brasileiras o conselho de administração monitora as ações dos executivos em favor do acionista controlador (MARTINS, H. C.; RODRIGUES, 2005). Portanto, essas empresas refletem a aversão ao endividamento por parte dos controladores (PROCIANOY; SCHNORRENBARGER, 2004). Outra interpretação seria que a dívida, em particular, a dívida de curto prazo apresenta um potencial para disciplinar os gestores (HARFORD; LI; ZHAO, 2007). Enfim, estas evidências confirmam a hipótese de que os conselhos de administração intervêm nos níveis de endividamento das empresas, caso a empresa apresente problemas para honrar seus compromissos financeiros.

Vale ressaltar as variáveis de controle relacionadas a desempenho (ROA1 e ROA2) e TAMANHO, pois se mostraram estatisticamente significantes e com sinal constante em relação ao endividamento total e endividamento de longo prazo, destacando a relevância do papel destas variáveis quando as empresas decidem contrair dívidas de longo prazo, corroborando com os estudos de Harford, Li e Zhao (2007), e Strøm (2007).

As principais limitações da pesquisa referem-se à possibilidade da existência de problemas econométricos, como variáveis importantes que porventura possam ter sido omitidas e problemas de endogeneidade. Recomenda-se que este estudo seja realizado utilizando outras variáveis de controle, incluir as empresas listadas no mercado tradicional e utilizar outras características do conselho que possam ser analisadas.

## REFERÊNCIAS

ADJAOUD, F.; ZEGHAL, D.; ANDALEEB, S. The effect of board's quality on performance: a study of Canadian firms. **Corporate Governance**, Bradford, v. 15, n. 4, p. 623-635, 2007.

ANDERSON, R. C.; SATTAR, A. M.; REEB, D. M. Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. **Journal of Accounting & Economics**, Amsterdam, v. 37, n. 3, p. 315-342, 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=491883>>. Acesso em: 15 jan. 2009.

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

BARROS, L. A. B. C.; SILVEIRA, A. M.; FAMÁ, R. A importância do gestor para as políticas corporativas: evidências de efeitos fixos gerenciais no Brasil. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 30., 2006, Salvador. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2006. 1 CD-ROM.

BM&FBOVESPA. **Nível 1**. 2006a. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 15 jan. 2009.

\_\_\_\_\_. **Nível 2**. 2006b. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 15 jan. 2009.

\_\_\_\_\_. **Novo Mercado**. 2006c. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 15 jan. 2009.

BORNHOLDT, W. **Governança na empresa familiar: implementação e prática**. Porto Alegre: Bookman, 2005.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Evidência empírica do impacto da adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa sobre o comportamento das ações na Bovespa. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO

NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 30., 2006, Salvador. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2006. 1 CD-ROM.

CARTER, D. A. et al. **The diversity of corporate board committees and financial performance**. Mar. 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1106698>>. Acesso em: 15 jan. 2009.

CARVALHAL-DA-SILVA, A.; LEAL, R. P. C. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, Rio de Janeiro, v. 3, n. 1, p.1-18, 2005.

CICOGNA, M. P. V.; VALLE, M. R.; TONETO JR, R. O impacto da adesão a padrões mais elevados de governança sobre o financiamento empresarial. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 29., 2005, Brasília. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2005.1 CD-ROM.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**. Rio de Janeiro, 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha>>. Acesso em: 04 abr. 2008.

CRESPI, R.; GISPERT, C. **Board remuneration, performance and corporate governance in large Spanish companies**. July 1999. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=161869>>. Acesso em: 04 abr. 2008.

DESENDER, K. A. **The relationship between the ownership structure and board effectiveness**. July, 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1440750>>. (University of Illinois at Urbana-Champaign, College of Business Working Papers; 09-0105). Acesso em: 30 ago. 2009.

DEY, A.; ENGEL, E.; LIU, X. **CEO and board chair roles: to split or not to split**. Dec. 2009. (Chicago Booth Research Paper; 09-23). Dispo-

nível em: <<http://ssrn.com/abstract=1412827>>. Acesso em: 30 ago. 2009.

GREENE, W. H. **Econometric analysis**. 5th ed. New Jersey: Prentice-Hall, 2002.

HARFORD, J.; LI, K.; ZHAO, X. S. **Corporate boards and the leverage and debt maturity choices**. Feb. 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=891300>>. Acesso em: 30 ago. 2009.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNAÇÃO CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 4. ed. São Paulo, 2004. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 30 ago. 2009.

JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **American Economic Review**, Nashville, v. 76, n. 2, p. 323-329, 1986.

KITAGAWA, C. H. et al. Estudo empírico sobre o comportamento do custo de capital próprio das empresas listadas nos níveis 1 e 2 de governança corporativa da Bovespa. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 31., 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2007. 1 CD-ROM.

MARINELLI, M. Um estudo exploratório sobre o estágio da governança corporativa nas empresas brasileiras. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, São Paulo, v. 7, n. 19, p. 57-66, set./dez. 2005.

MARTINS, H. C.; RODRIGUES, S. B. Atributos e papéis dos conselhos de administração das empresas brasileiras. **RAE**, Rio de Janeiro, v. 45, n. esp., p. 23-35, 2005.

MARTINS, V. A.; SILVA, R. L. M.; NARDI, P. C. C. Governança corporativa e a liquidez das ações. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO,

30., 2006, Salvador. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2006. p. 1 CD-ROM.

MCINTYRE, M. L.; MURPHY, S. A.; MITCHELL, P. The top team: examining board composition and firm performance. **Corporate Governance**, Bradford, v. 7, n. 5, p. 547-561, 2007.

PROCIANOY, J. L.; SCHONORREBERGER, A. A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras. **RBE**, Rio de Janeiro, v. 58, n. 1, p. 121-146, 2004.

SANTOS, J. F.; LEAL, R. P. C. Práticas de governança corporativa em empresas familiares

não-listadas de capital aberto. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 7., 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** São Paulo: Sociedade Brasileira de Finanças, 2007. 1 CD-ROM.

SCHIEHLL, E.; SANTOS, I. O. Ownership structure and composition of boards of directors: evidence on Brazilian publicly-traded companies. **RAUSP**, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 373-384, out./dez. 2004.

STRØM, R. Ø. **Better firm performance with employees on the board?** not in the long run March. 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=967445>>. Acesso em: 04 abr. 2008.

## APÊNDICE A – PROXY DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Perguntas para a construção da <i>proxy</i> do conselho	
1	O presidente do conselho e o diretor geral da empresa são pessoas diferentes?
2	A empresa tem comitês de monitoramento, como comitês de remuneração e/ou nomeação e/ou auditoria?
3	O conselho é claramente composto por conselheiros externos e possivelmente independentes (não ligados aos controladores)?
4	O conselho possui entre 5 e 9 membros, conforme recomenda o código do IBGC?
5	Os membros do conselho têm mandato de um ano, conforme recomenda o Código do IBGC?
6	A empresa possui Conselho Fiscal permanente?

**Quadro 2** – Questionário para a composição da Proxy do Conselho de Administração.

Fonte: Carvalhal-da-Silva e Leal (2005), e Santos e Leal (2007).

## APÊNDICE B – CORRELAÇÃO DAS VARIÁVEIS ANALISADAS

**Tabela 3** – Correlação das variáveis do estudo.

Variáveis	ET	ELP	ECP	Conselho	ROA1	ROA2	Tamanho	LG	Beta
<b>ET</b>	1.0000								
<b>ELP</b>	0.6161*	1.0000							
<b>ECP</b>	0.6481*	-0.2005*	1.0000						
<b>Conselho</b>	-0.0249	-0.1096	0.0749	1.0000					
<b>ROA1</b>	-0.4191*	-0.4327*	-0.1029	0.0176	1.0000				
<b>ROA2</b>	-0.4252*	-0.4433*	-0.1003	-0.0101	0.9679*	1.0000			
<b>Tamanho</b>	0.4218*	0.2569*	0.2763*	0.1105	-0.0831	-0.0449	1.0000		
<b>LG</b>	-0.5606*	-0.5567*	-0.1591	-0.0208	0.2771*	0.2767*	-0.3314*	1.0000	
<b>Beta</b>	-0.0274	-0.0176	-0.0171	0.2093*	-0.2774*	-0.2853*	-0.0374	0.0164	1.0000

Fonte: dos autores.

Nota: As variáveis investigadas foram o endividamento total (ET), endividamento de longo prazo (ELP), endividamento de curto prazo (ECP), *proxy* do conselho de administração (CONSELHO), retorno sobre o ativo (ROA1 e ROA2), tamanho da empresa (TAMANHO), liquidez geral (LG) e o beta local da empresa (BETA). \* representa os resultados estatisticamente significativos a 5%.