



**UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
DEPARTAMENTO DE FINANÇAS E CONTABILIDADE
CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

MARCOS DAS CHAGAS DANTAS JUNIOR

**INFLUÊNCIA DAS CARACTERÍSTICAS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO
SOBRE O ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL
ABERTO**

JOÃO PESSOA 2018

MARCOS DAS CHAGAS DANTAS JUNIOR

**INFLUÊNCIA DAS CARACTERÍSTICAS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO
SOBRE O ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL
ABERTO**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Curso de Ciências Contábeis, do Centro de Ciências Sociais Aplicadas, da Universidade Federal da Paraíba, como requisito parcial a obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador(a): Profa. Me. Thamirys de Sousa Correia.

**JOÃO PESSOA
2018**

Catálogo na publicação
Seção de Catalogação e Classificação

D192i DANTAS JUNIOR, Marcos Das Chagas.
INFLUÊNCIA DAS CARACTERÍSTICAS DO CONSELHO DE
ADMINISTRAÇÃO SOBRE O ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS
BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO / Marcos Das Chagas
Dantas Junior. - João Pessoa, 2018.
41 f. : il.

Orientação: Thamirys De Sousa Correia.
Monografia (Graduação) - UFPB/CCSA.

1. Governança Corporativa. 2. Conselho de
Administração. 3. Endividamento. I. Correia, Thamirys
De Sousa. II. Título.

UFPB/BC

MARCOS DAS CHAGAS DANTAS JUNIOR

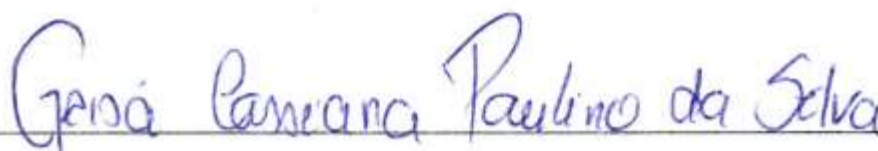
**INFLUÊNCIA DAS CARACTERÍSTICAS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO
SOBRE O ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL
ABERTO**

Este Trabalho de Conclusão de Curso foi julgado adequado para a obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis, e aprovada em sua forma final pela Banca Examinadora designada pela Coordenação do Curso de Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba.

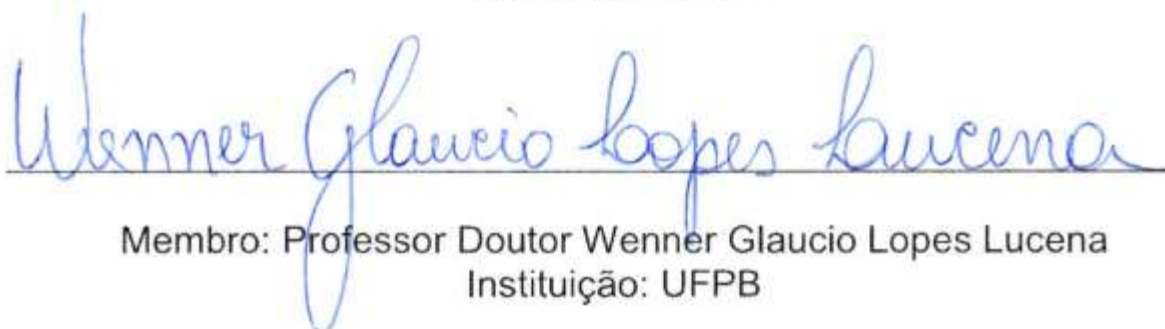
BANCA EXAMINADORA



Orientador: Professora Mestre Thamirys De Sousa Correia
Instituição: UFPB



Membro: Professora Mestre Geisa Cassiana Paulino Da Silva
Instituição: UFPB



Membro: Professor Doutor Wenner Glaucio Lopes Lucena
Instituição: UFPB

João Pessoa, 23 de outubro de 2018

*Dedico esse trabalho a meu Pai
Marcos Das Chagas Dantas (In
memoriam).*

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, agradeço a Deus, pelo dom da vida, por ter me permitido chegar até aqui, e por estar sempre ao meu lado.

A minha mãe, Maria Lucilene de Souza Varela, que sempre lutou e batalhou para que eu conseguisse conquistar os meus sonhos. Sempre foi um exemplo como mãe e pessoa para mim e para todos, sempre cheia de amor no coração para com todos ao seu redor, e principalmente, muita fé no coração.

A minha esposa, Lourranny Crislainy Dos Santos Dantas, que sempre esteve ao meu lado, me encorajando e motivando, mesmo quando nem eu mesmo acreditava. Minha companheira de todas as batalhas.

A minha Orientadora, Professora Mestra Thamirys de Sousa Correia, por toda assistência ao qual ela me deu na realização desse trabalho, pois sem ela esse trabalho não teria saído.

A todos os meus familiares, amigos e principalmente, os professores que me deram apoio durante essa jornada.

Muito obrigado a todos!

“Entrega o teu caminho ao senhor,
confia nele, e o mais ele fará.”

Salmo 37:5

RESUMO

O estudo teve como objetivo principal analisar a influência das características do conselho de administração no endividamento das empresas brasileiras de capital aberto. Foi abordado um referencial teórico acerca da teoria da agência, governança corporativa (conselho de administração) como também endividamento. Foram coletados dados das companhias do segmento Novo Mercado que negociam ações na B3, no período de 2010 a 2016, a partir do banco de dados da Comdinheiro, sendo escolhido como variável dependente o Endividamento Geral, e como variáveis independentes para representar o Conselho de Administração, o Tamanho do Conselho, Independência do Conselho, *Chairman/CEO* e Número de Reuniões. Diante disso, foi verificado que o Tamanho do Conselho apresentou relação negativa com o Endividamento Total, e que o Número de Reuniões apresentou uma relação positiva com o Endividamento Total. Todavia, para a amostra selecionada e no período analisado a Independência do Conselho e o *Chairman/CEO* não explicaram o Endividamento Total das empresas analisadas.

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

ABSTRACT

The study had as a main objective analyze the influence of the Administrative Council characteristics on the indebtedness of Brazilian companies with open capital. A theoretical reference was approached about the agency theory, corporate governance (board of directors) as well as indebtedness. The data were collected from companies of the Novo Mercado segment that trade stocks in B3, from 2010 to 2016 out of the database of Comdinheiro, being chosen as a dependent variable the General Indebtedness, and as independent variables to represent the Administrative Council, the Board Size, Board Independence, Chairman / CEO and Number of Meetings. Therefore, it was verified that the size of the Council presented a negative relation with the Total Indebtedness, and that the Number of Meetings presented a positive relation with the Total Indebtedness. However, for the selected sample and in the analyzed period, the Independence of the Council and the Chairman / CEO did not explain the Total Indebtedness of the analyzed companies.

Keywords: Corporate governance. Administrative Council. Indebtedness.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Segmentos da Governança Corporativa.....	18
Quadro 2: Indicador de Endividamento.....	27
Quadro 3: Indicadores Referentes ao Conselho de Administração e Variáveis de Controle.....	27

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Amostra das empresas selecionadas para análise do Conselho de Administração em relação ao Endividamento.....	26
Tabela 2: Estatísticas dos indicadores (2010 a 2016).....	30
Tabela 3: Estatísticas dos indicadores por ano (2010 a 2016).....	32
Tabela 4: Médias dos indicadores por setor de atuação (2010 a 2016).....	33
Tabela 5: Regressão robusta de White com dados em painel (2010 a 2016).....	34

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	11
1.1 Objetivos	12
1.1.1 Objetivo Geral	12
1.1.2 Objetivos Específicos	13
1.2 Justificativa	13
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	15
2.1 Teoria da Agência	15
2.2 Governança Corporativa	16
2.2.1 Conselho de Administração	20
2.3 Endividamento	22
3 METODOLOGIA	26
3.1 População e Amostra	26
3.2 Variável dependente	27
3.3 Variáveis independente	27
3.4 Modelo Econométrico	29
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	30
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	36
REFERÊNCIAS	38
APÊNDICE A: LISTAGEM DE EMPRESAS UTILIZADAS	41

1 INTRODUÇÃO

Com o surgimento de grandes organizações, atrelado à desconcentração da propriedade e a criação de um novo modelo de controle empresarial, o titular da propriedade, acabou por delegar a outro o poder de decisão sobre essa propriedade. Ressalta-se que os interesses do proprietário nem sempre estão alinhados a quem foi delegada o poder de decisão, podendo assim, ocorrer conflitos de agência (SILVA, 2014).

A teoria da agência é compreendida como uma rede de contratos, explícitos e implícitos, que determinam as funções e definem os direitos e os deveres de todos os participantes. Isso significa que com a separação entre a propriedade e a gestão, quem realmente tem o controle são os administradores das companhias, e com isso, ocorre uma assimetria de informações, pois o agente tem acesso a dados que o principal não tem (SILVA, 2014).

Nesse contexto, a governança corporativa passa a ser uma forma de diminuir os conflitos de interesse. Segundo Vieira *et al.* (2011), a governança corporativa está ligada aos princípios de boa governança e de boa gestão que governam as decisões das empresas. Dessa forma, com a supervisão de órgãos como o Conselho de Administração, o Conselho Fiscal e o Comitê de Auditoria, a finalidade é otimizar o desempenho da companhia ao proteger todas as partes interessadas na companhia.

De acordo com Silva (2014), o conceito de governança corporativa foi discutido inicialmente por Berle e Means no ano de 1932, ao tratar do surgimento das modernas corporações, em que ocorreu a segregação entre propriedade e controle. Porém, só a partir dos anos 80, o termo governança corporativa ganhou importância e força em diversos países (SILVA, 2014).

De acordo com Rossetti e Andrade (2014), no ambiente de governança corporativa, quando constituídos conforme os códigos de melhores práticas, o Conselho de Administração é o órgão defensor dos interesses dos proprietários. Esse Conselho é importante na definição das estratégias da empresa e na concretização dos interesses de proprietários e gestores.

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2015), o Conselho de Administração é o órgão colegiado responsável pelo processo de

decisão de uma organização em relação ao seu encaminhamento estratégico e é o principal elemento do sistema de governança de uma empresa.

Silva, Santos e Almeida (2011) ressaltam a influência do Conselho de Administração nos níveis de endividamento, levantando a hipótese de que o Conselho de Administração das empresas dos diferentes níveis de governança corporativa, intervêm nos níveis de endividamento.

Para Perez Junior e Begalli (2015), o endividamento indica o nível de participação do capital de terceiros na atividade da empresa, ou seja, quanto maior a participação de capital de terceiros maior o grau de endividamento. O endividamento mostra as grandes linhas de decisões financeiras, em termos de obtenção e aplicação de recursos, visando analisar a estratégia utilizada pela empresa para a captação de recursos e alguns de seus direcionamentos (PEREZ JUNIOR; BEGALLI, 2015).

Importa mencionar que, o Conselho de Administração tem a sua importância no poder de decisão em favor do melhor interesse da organização. Dessa forma, essa pesquisa busca analisar as empresas de capital aberto no Brasil. Portanto, pretende responder ao seguinte problema de pesquisa: Qual a influência das características dos Conselhos de Administração no endividamento das empresas brasileiras de capital aberto?

Além desta introdução, foram apresentados o objetivo geral, os objetivos específicos e a importância do estudo na justificativa. Posteriormente, a fundamentação teórica abrangerá os principais conceitos referentes à Governança Corporativa, em especial, ao Conselho de Administração e o Endividamento. Em seguida, serão apresentados os procedimentos metodológicos e a análise dos resultados. Por fim, as considerações finais da pesquisa e as sugestões para trabalhos futuros.

1.1 Objetivos

1.1.1 Objetivo Geral

Analisar a influência das características do Conselho de Administração no endividamento das empresas brasileiras de capital aberto no período de 2010 a 2016.

1.1.2 Objetivos Específicos

- a) Analisar as características do Conselho de Administração e o endividamento das empresas abertas no mercado brasileiro de capitais por setor de atuação;
- b) Verificar a influência dos cargos de Presidente do Conselho e CEO ocupados pela mesma pessoa no endividamento das empresas abertas no mercado brasileiro de capitais;
- c) Identificar a influência do tamanho do Conselho no endividamento das empresas abertas no mercado brasileiro de capitais.
- d) Observar a influência da independência do Conselho no endividamento das empresas abertas no mercado brasileiro de capitais.
- e) Estudar a influência do número de reuniões do Conselho no endividamento das empresas abertas no mercado brasileiro de capitais.

1.2 Justificativa

Silva, Santos e Almeida (2011) realizaram um estudo sobre a análise da influência do Conselho de Administração nos níveis de endividamento no ano de 2008, utilizando como *proxy* para mensuração do Conselho a aplicação de seis questões binárias e objetivas. As respostas foram obtidas exclusivamente por meio de dados secundários, de forma que cada resposta positiva adicionou um ponto (as empresas poderiam atingir até seis pontos). Com isso, os resultados mostraram que a *proxy* do Conselho apresentou uma relação negativa com o endividamento total. Além do mais, revelou que empresas com melhores práticas de governança, tendem a evitar o endividamento.

Com efeito, o estudo de Cunha e Martins (2015) trouxeram como objetivo identificar o reflexo das características dos Conselhos de Administração sobre a estrutura de endividamento das companhias abertas integrantes do Índice Brasil (IBrX) entre os anos de 2008 e 2012. Para tanto, foram analisadas 483 empresas com o modelo de regressão multivariada.

Os principais resultados encontrados por Cunha e Martins (2015) indicaram que as variáveis “idade dos membros”, “independência do presidente do conselho”, “número de membros” e “número de conselheiros indicados pelos minoritários” são

fatores determinantes da estrutura de capital das empresas, influenciando também, de forma negativa seu nível de endividamento.

Diante das pesquisas citadas anteriormente, este trabalho de conclusão de curso se justifica pela importância do tema para literatura e para os investidores. Cita-se ainda, os membros do Conselho de Administração possuem uma relevante função na tomada de decisão sobre a estratégia de uma empresa e suas políticas. Além do mais, são poucos os estudos que relacionam o Conselho de Administração com o endividamento, dar-se o crédito aos autores já mencionados (SILVA; SANTOS; ALMEIDA, 2011; CUNHA; MARTINS, 2015).

Este trabalho utilizou como amostra apenas as empresas de Novo Mercado, diferentemente dos trabalhos citados acima. Ademais, ressalta-se a importância de estudar esse segmento, conforme afirma Silva (2016), que o Novo Mercado pretende conferir maior credibilidade aos investimentos realizados em Bolsa, pois reúne ações de companhias que, em princípio, oferecem um nível de risco menor em relação aos demais.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Teoria da Agência

Anteriormente, a propriedade das empresas se concentrava em uma única pessoa ou num pequeno grupo. Contudo, hoje cada vez mais, a propriedade das organizações foi dividida e disseminada entre um grande número de acionistas, que são os que contribuem com o capital social. Além disso, percebe-se uma clara separação entre os que detêm a propriedade e os que realizam a gestão do capital investido (MARTIN, 2004).

Essa segregação entre propriedade e gestão deveu-se à complexidade das operações que ocorrem nas organizações, fazendo surgir, com isso, especialistas para executar as gerências dos setores operacionais da empresa. Dessa forma, a administração das organizações começou a ser executada por profissionais especialistas, o que aumentou a viabilidade do desenvolvimento patrimonial dessas empresas (ARRUDA; MADRUGA; FREITAS JUNIOR, 2008).

Nesse aspecto, a Teoria da Agência visa analisar os conflitos e os custos resultantes da separação entre a propriedade e o controle de capital, o que origina as assimetrias informacionais, os riscos e outros problemas pertinentes à relação principal-agente (JENSEN; MECKLING, 1976).

Mendes (2001) cita que a Teoria da Agência analisa os conflitos e os custos resultantes da separação entre propriedade e controle de capital. Essa possibilidade de não participação do acionista no gerenciamento da empresa é bem representada pela sociedade por ações, que limita a responsabilidade do acionista para com a organização à parcela de capital que ele investiu.

A Teoria da Agência mostra-se como uma estrutura teórica voltada à análise das relações entre participantes de sistemas, em que a propriedade e o controle de capital são destinados a figuras distintas, dando espaço à formação de conflitos resultantes da existência de interesses diferenciados entre os indivíduos (MENDES, 2001). Para Jensen e Meckling (1976), nenhuma pessoa pode desejar maximizar uma função que não seja a sua, pois o seu comportamento está fundamentado no conjunto de suas preferências e em seus objetivos.

Diante disso, chega-se ao denominado “conflito de agência”, que segundo IBGC (2015), o agente e principal são pessoas diferentes e, sendo assim, os

interesses daquele que administra a propriedade nem sempre estão alinhados com os de seu titular. Sendo assim, no “conflito de agência”, ocorre a incongruência entre o comportamento desejado pelo principal e o comportamento apresentado pelo agente.

2.2 Governança Corporativa

Governança Corporativa é o conjunto de práticas administrativas para potencializar o desempenho das organizações, com seus negócios, produtos e serviços. Devendo proteger de maneira igualitária, todas as partes interessadas, acionistas, clientes, fornecedores, credores, funcionários, governos, facilitando assim, o acesso as informações básicas da organização e melhorando o modelo de gestão. (ROSSETTI; ANDRADE, 2014; SILVA, 2014; OLIVEIRA, 2015).

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2015) conceitua governança corporativa como sendo o sistema que assegura aos sócios proprietários, o governo estratégico da organização e a efetiva monitoração da diretoria executiva. Segundo o IBGC (2015), a governança corporativa é o conjunto de práticas e de relacionamentos entre acionistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal, cuja finalidade é potencializar o desempenho da empresa e simplificar o acesso ao capital.

Em 1999, foram divulgados pela Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), os Princípios de Governança Corporativa, transformando-se em referência internacional por contribuir na regulamentação e na institucionalização da Governança Corporativa. O objetivo é apoiar a eficiência econômica, o crescimento sustentável e a estabilidade financeira das empresas. A OCDE (2004) apresenta os seguintes princípios da Governança Corporativa:

- Assegurar a base para um enquadramento eficaz da governança corporativa, devendo promover mercados transparentes e eficientes, estando em conformidade com o princípio do primado do direito, articulando claramente a divisão de responsabilidades entre diferentes autoridades de supervisão, autoridades reguladoras e autoridades dedicadas à aplicação das leis;
- Direitos dos acionistas e funções fundamentais de exercício dos direitos, em que o enquadramento da governança corporativa deve proteger e facilitar o exercício dos direitos dos acionistas;

- Tratamento equitativo dos acionistas, em que o enquadramento da governança corporativa deve assegurar tratar de maneira igual todos os acionistas, incluindo acionistas minoritários e acionistas estrangeiros. Todos os acionistas devem ter a oportunidade de obter reparação efetiva por violação dos seus direitos;
- O papel dos outros sujeitos com interesses relevantes na governança corporativa, em que o enquadramento da governança corporativa deve acautelar os direitos legalmente consagrados, ou estabelecidos por meio de acordos mútuos, de outros sujeitos com interesses relevantes na empresa e deve encorajar uma cooperação ativa entre as sociedades e esses sujeitos na criação de riqueza, de emprego e na manutenção sustentada de empresas financeiramente saudáveis;
- A divulgação de informação e transparência, em que o enquadramento da governança corporativa deve assegurar a divulgação atempada e objetiva de todas as informações relevantes relativas à sociedade, nomeadamente no que se refere à situação financeira, desempenho, participações sociais e governo da empresa;
- As responsabilidades do órgão de administração, em que o enquadramento da governança corporativa deve assegurar a gestão estratégica da empresa, acompanhamento e fiscalização eficazes da gestão pelo órgão de administração diante da empresa e aos seus acionistas.

Além disso, foram implantados pela Bovespa, 11 de dezembro de 2000, novos níveis diferenciados de governança corporativa. Estes níveis são compostos de três categorias (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), os quais seguem regras de governança corporativa mais exigentes do que a legislação vigente (SILVA, 2014).

Os Níveis 1 e 2 foram criados com a finalidade de incentivar e preparar gradativamente as companhias a aderirem ao Novo Mercado. As empresas participantes devem seguir as normas diferenciadas de governança corporativa definidas pela B3 e consolidadas no regulamento de listagem. Essas regras ampliam os direitos dos acionistas e melhoram a qualidade das informações prestadas pelas companhias (SILVA, 2014).

Os compromissos presentes no regulamento de listagem do Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado devem ser aprovados em assembleias gerais e incluídos no estatuto social da companhia. Além disso, controladores e administradores devem assinar um contrato entre a Bovespa e a empresa, fortalecendo assim, a exigibilidade do cumprimento das regras (SILVA, 2014).

Segundo Silva (2014), as companhias de todos os níveis da governança corporativa comprometem-se com a transparência das informações do mercado e com a dispersão acionária. A seguir pode-se ver no quadro 1, as principais práticas de cada nível da governança corporativa:

Quadro 1: Segmentos da Governança Corporativa

(Continua)

Principais Práticas	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado
Elaboração e publicação do código de conduta.	X	X	X
Elaboração e divulgação da política de negociação de valores mobiliários.	X	X	X
Realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano.	X	X	X
Apresentação de um calendário anual dos eventos corporativos, como assembleias, divulgação de resultados etc.	X	X	X
Divulgação dos contratos firmados entre a companhia e as partes relacionadas.	X	X	X
Divulgação mensal das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores.	X	X	X
Manutenção em circulação de uma parcela mínima de 25% do capital social da companhia.	X	X	X
Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital.	X	X	X
O presidente do conselho e o diretor-presidente não podem ser a mesma pessoa.	X	X	X
Divulgação de acordos com acionistas e programas de stock options.	X	X	X

Quadro 1: Segmentos da Governança Corporativa

(Conclusão)

Divulgação de demonstrações financeiras traduzidas para o inglês de acordo com os padrões internacionais de contabilidade.		X	X
Conselho de administração com o mínimo de cinco membros e mandato unificado de até dois anos (permitida a reeleição), formado por, pelo menos, 20% de conselheiros independentes.		X	X
Extensão, para todos os acionistas detentores de ações ordinárias e preferenciais, de iguais condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia.		X	X
Adesão à câmara de arbitragem do mercado para resolução de conflitos societário.		X	X
Emitir exclusivamente ações ordinárias, estendendo a todos os acionistas o direito de voto.			X

Fonte: Site da B3 (2018).

Os requisitos fixados nos contratos dos Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado visam proporcionar uma maior visibilidade à decisão das empresas. A maioria dos requisitos exigidos das empresas que aderiram ao Nível 1 é formada de informações que ajudam na avaliação do valor da empresa. Em se tratando dessas regras societárias, os direitos econômicos têm um valor importantíssimo na diminuição do risco societário, aumentando a disposição de investimento, principalmente, dos investidores que têm em mente planos para médio e longo prazo. O Novo Mercado pretende conferir maior credibilidade aos investimentos realizados em Bolsa, pois reúne ações de companhias que, em princípio, oferecem um nível de risco menor em relação as demais (SILVA, 2016).

Segundo Silva (2016), os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA, criados com a finalidade de incentivar e preparar gradativamente as companhias a aderirem ao Novo Mercado, proporcionam maior destaque aos esforços da empresa na melhoria da relação com investidores, elevando o potencial de valorização dos seus ativos. O Novo Mercado foi criado com o objetivo de fortalecer o mercado de capitais nacional e acatar aos anseios dos investidores por maior

transparência com relação aos atos realizados pelos controladores e administradores da companhia (SILVA, 2016).

Organizações multilaterais, como as Nações Unidas e a OCDE, olham as boas práticas da governança corporativa como pilares da arquitetura econômica global e um dos instrumentos do desenvolvimento, em suas três dimensões, a econômica, a social e a ambiental (ROSSETTI; ANDRADE, 2014). De acordo com Silva e Leal (2007), existem muitas formas para representar uma boa governança corporativa, no qual uma delas seria avaliar as boas práticas do Conselho de Administração como um mecanismo de governança corporativa.

2.2.1 Conselho de Administração

Rossetti e Andrade (2014) evidenciam que quase todos os modelos de governança corporativa e, resultantes da separação da propriedade e da gestão, atribuem à constituição e ao funcionamento de Conselhos de Administração um papel primordial como força interna de controle. O Conselho de Administração é o órgão deliberativo e estruturado com as finalidades básicas de proteger o patrimônio da empresa e de maximizar o retorno dos investimentos dos acionistas (OLIVEIRA, 2015).

Os Conselhos de Administração devem operar como agentes fiduciários dos acionistas, devendo prestar-lhes contas, através de cada um de seus membros. Além do mais, esses Conselhos são responsáveis pela administração de relações equitativamente bem-sucedidas com outras partes interessadas, essencial para a criação, ao longo dos anos, de corporações sólidas, geradoras de riqueza, de empregos e de desenvolvimento (ROSSETTI; ANDRADE, 2014).

Para atuarem como agentes fiduciários, suas qualificações, seu histórico profissional e o valor de suas contribuições devem ser permanentemente avaliados e abertos ao mercado. Os Conselhos devem também ter um número suficiente de conselheiros independentes, que monitorem e contribuam sem quaisquer conflitos de interesse com a estratégia e o desempenho corporativos (ROSSETTI; ANDRADE, 2014).

O IBGC (2015) destaca a responsabilidade do Conselho de Administração na discussão, aprovação e monitoramento de decisões, que envolve: Estratégia; Estrutura de capital; Appetite e tolerância a risco; Fusões e aquisições; Escolha e

avaliação da auditoria independente; Contratação, dispensa, avaliação e remuneração do diretor-presidente e dos demais executivos; Processo sucessório dos conselheiros e executivos; Práticas de Governança Corporativa; Relacionamento com partes interessadas, Sistemas de controles internos; Política de gestão de pessoas; e Código de Conduta.

De acordo com Andrade *et al.* (2009), entre as atividades do Conselho de Administração, encontra-se a supervisão da gestão e o monitoramento das decisões, definindo a remuneração dos executivos, demitindo e contratando. O Conselho, perante suas atribuições e suas características (quantidade de membros, nível de independência, à distinção dos dois principais cargos de presidência das empresas, etc.), pode afetar diretamente o desempenho da organização (ANDRADE *et al.*, 2009).

De acordo com Brugni (2012), a independência de um Conselho de Administração está vinculada a imparcialidade de seus membros na tomada de decisões, os quais não devem possuir nenhum tipo de vínculo com os executivos ou os acionistas da firma. Ademais, espera-se que a independência do Conselho de Administração tenha uma relação negativa com o endividamento, ou seja, quanto maior a independência do Conselho, menor seria o endividamento das empresas.

A quantidade de membros do Conselho deve variar de acordo com o setor de atuação, estágio do ciclo de vida da empresa, necessidade de criação de comitês, complexidade das atividades e porte, sendo recomendado, no mínimo 5 (cinco) e no máximo 11 (onze) membros (IBGC, 2015).

Diante disso, são esperadas relações positivas entre o número de membros do Conselho de Administração e o endividamento de empresas de mercado aberto. De acordo com Jensen (1993), um conselho grande possui menor probabilidade de funcionar de forma efetiva e maior probabilidade de ser controlado pelo diretor executivo. Seu argumento é consistente com a Teoria de Comportamento organizacional, que indica um declínio da produtividade à medida que os grupos de trabalho aumentam de tamanho

O IBGC (2015) fala que deve ser evitado o acúmulo das funções de *Chief Executive Officer* (CEO) e Presidente do Conselho (*Chairman*) pela mesma pessoa, para que não tenha uma concentração de poder, e caso não seja possível essa separação, recomenda-se que os conselheiros independentes assumam as discussões acerca dos conflitos de interesses.

Segundo Silva (2016), o executivo-chefe (CEO) administra a empresa, enquanto que, o presidente do conselho (*Chairman*) administra o conselho. Uma de suas funções é justamente fiscalizar o CEO e avaliar o seu desempenho, ou seja, se os dois cargos são exercidos pela mesma pessoa, torna-se mais complicado para o Conselho a posição de expressar suas opiniões independentes e analisar as questões sob as diversas perspectivas. Com isso, espera-se uma relação positiva entre a ocupação dos cargos CEO/*Chairman* pelo mesmo profissional e o endividamento.

O IBGC (2015) ressalta que a eficácia das reuniões do conselho depende de um conjunto de ações que têm por finalidade favorecer a participação efetiva de seus membros, elevar o nível das discussões e contribuir para um processo mais adequado e efetivo de tomada de decisões. Com isso, espera-se uma relação negativa entre reuniões e endividamento.

2.3 Endividamento

De acordo com Modigliani e Miller (1958), a teoria da Estrutura de Capital, apresenta uma estrutura ótima de capital, em que se minimiza o custo e maximiza o valor das empresas. Além disso, por meio do custo de capital da empresa, do retorno exigido dos acionistas e credores é que se concentra a essência dos estudos. Estes que partem do problema do custo de capital que as empresas enfrentam, desse modo, as decisões de financiamento e investimentos que agregam valor para a entidade, o que possibilita a existência de uma estrutura ótima de capital.

Posto isso, a maioria dos estudos sobre determinantes de estrutura de capital testam, basicamente, duas teorias, a saber, a teoria do *Trade-off* e a teoria do *Pecking Order* (NAKAMURA *et al.*, 2007).

A chamada teoria do *Trade-off* se estabeleceu a partir da combinação de economias fiscais decorrentes do uso de dívidas e de custos de falência esperados decorrentes do excesso de endividamento. Conforme essa teoria, dois fatores em particular influenciam as decisões de endividamento das empresas: as economias fiscais esperadas pelo uso crescente de dívida; e os custos de falência esperados que se manifestam para níveis elevados de endividamento, a partir do qual se tornam maiores quanto mais endividada for a empresa (NAKAMURA *et al.*, 2007).

Por outro lado, para a teoria do *Pecking Order*, os administradores das empresas estabelecem uma ordem de preferência entre os recursos passíveis de

utilização, preferindo, em primeiro lugar, utilizar recursos gerados internamente; em segundo lugar, captar recursos por meio de novas dívidas; e em último lugar, captar recursos por meio do lançamento de novas ações (NAKAMURA *et al.*, 2007).

O Ativo (aplicação de recursos) é financiado pelos Capitais de Terceiros (Passivo Circulante mais o Exigível a Longo Prazo) e pelos Capitais Próprios (Patrimônio Líquido). Portanto, Capitais de Terceiros e Capitais Próprios são fontes (origens) de recursos (MARION, 2012). Se por um lado o Ativo apresenta os capitais aplicados, o Passivo são as origens dos Capitais que estão à disposição da empresa. Assim, do confronto entre os Capitais Próprios e os Capitais de Terceiros, fica-se sabendo quem investiu mais na organização, se foram os proprietários ou as pessoas estranhas ao negócio (RIBEIRO, 2014).

Posto isso, importa mencionar que o endividamento indica o nível de participação do capital de terceiros na atividade da empresa. Quanto maior a participação de capital de terceiros, maior o grau de endividamento, no qual os índices desse grupo mostram as grandes linhas de decisões financeiras, em termos de obtenção e aplicação de recursos, visando assim, analisar a estratégia utilizada pela empresa para a captação de recursos e alguns de seus direcionamentos (PEREZ JUNIOR; BEGALLI, 2015).

Perez Junior e Begalli (2015), em uma visão isolada, e de uma maneira ampla, quanto mais elevado é o endividamento, pior, pois significa que a empresa depende mais de capitais de terceiros do que de capitais próprios. Por outro lado, Ribeiro (2014) determina que a interpretação acerca do grau de endividamento da empresa deve ser considerada que quanto menor o quociente, melhor, ou seja, quanto menor for a participação de Capitais de Terceiros na empresa, menor será seu grau de endividamento e maior será sua liberdade financeira para tomar decisões.

Todavia, segundo Marion (2012), em épocas inflacionárias, é palatável trabalhar mais com Capital de Terceiros que com Capital Próprio. Essa tendência é intensificada quando a maior parte do Capital de Terceiros é formada de “exigíveis não onerosos”, ou seja, exigíveis que não geram encargos financeiros explicitamente para a empresa (normalmente, não há juros: fornecedores, impostos, encargos sociais a pagar etc.).

Nesse sentido, com uma participação do Capital de Terceiros exacerbada em detrimento ao Capital Próprio, isso torna a empresa frágil a qualquer adversidade. Sendo assim, as instituições financeiras não estarão dispostas a conceder

financiamentos para as empresas que tiverem essa situação desfavorável. Geralmente, as empresas que vão à falência apresentam endividamento elevado em relação ao Patrimônio Líquido (MARION, 2012).

A porcentagem de capitais de terceiros sobre os fundos totais ao longo prazo, não poderia ser muito grande, pois iria gradualmente aumentar as despesas financeiras, deteriorando a posição de rentabilidade da empresa. Com tudo, irá depender da taxa de retorno ganha pelo giro no ativo dos recursos tomados por empréstimo, quando comparada com a taxa de despesas financeiras sobre o endividamento (IUDÍCIBUS, 2017).

Marion (2012) afirma que para empresas que recorrem às obrigações como um suplemento dos Capitais Próprios para realizar aplicações produtivas em seu ativo (ampliação, expansão, modernização e etc.), esse endividamento é saudável, mesmo sendo um pouco elevado, pois as aplicações produtivas deverão gerar recursos para saldar o compromisso assumido.

Já empresas que recorrem a obrigações para pagar outras dívidas que estão vencendo, por não gerarem recursos para quitar seus compromissos, elas apelam a empréstimos sucessivos e assim, permanecem nesse círculo vicioso, em que a empresa será séria candidata à insolvência, conseqüentemente, à falência (MARION, 2012).

De acordo com Ribeiro (2014), quando o grau de endividamento apresentado for elevado, a organização encontrará dificuldades para a obtenção de recursos financeiros no mercado, porque serão poucas as garantias disponíveis para oferecer em troca de recursos, sejam destinados à expansão do negócio ou mesmo a cobrir compromissos imediatos ou inesperado.

Os Capitais de Terceiros sempre vão existir, seja em forma de empréstimos, seja para financiar o desenvolvimento normal da empresa, como os débitos a fornecedores, ao governo, aos trabalhadores e entre outros. O importante é que a organização saiba administrar bem os recursos de Terceiros que tiver em mãos, fazendo com que os lucros obtidos com a aplicação desses recursos superem os juros que remunerarão esses Capitais (RIBEIRO, 2014).

Vale mencionar que, não se pode esquecer de que estando endividada, a empresa pode ser capaz de encontrar-se em uma situação de normalidade se o seu grau de endividamento for compatível com o grau de endividamento das empresas do mesmo ramo de atividade. Caso contrário, a permanência da empresa em altos graus

de endividamento em períodos sucessivos arriscar-se-á constituir forte indicador de probabilidade de falência. Entretanto, se a empresa conseguir renovar periodicamente suas dívidas, poderá sobreviver com endividamento, reduzindo os riscos de falência (RIBEIRO, 2014).

3 METODOLOGIA

Em relação ao tipo da pesquisa, caracteriza-se por ser exploratória e empírica. De acordo com Beuren *et al.* (2013), é evidenciada para buscar conhecer com maior profundidade um determinado assunto, de maneira a torná-lo mais claro ou construir questões importantes para a condução da pesquisa. Além disso, a medida em que a abordagem do problema assume uma característica quantitativa, se caracteriza assim, em um emprego de instrumentos estatísticos, tanto na coleta quanto no tratamento dos dados.

3.1 População e Amostra

Os dados foram coletados a partir do banco de dados da Comdinheiro com todas as empresas abertas que negociaram suas ações na Brasil Bolsa Balcão (B3), no período de 2010 a 2016. A escolha do período se deu por conta da mudança do padrão contábil brasileiro ao padrão internacional das *International Financial Reporting Standards* (IFRS), com o advento da Lei Nº 11.638/2007.

Com relação à amostra, foram selecionadas apenas as empresas do novo mercado, pois, têm um nível maior de governança corporativa e com isso, uma maior transparência, oferecendo um menor risco aos investidores em relação as demais. Contudo, a amostra apresenta-se de forma desbalanceada, pois há empresas que não iniciaram suas atividades no início do período amostral, assim como há dados “missing” ou dados faltantes referentes às variáveis explicativas e de controle, ainda que tenham sido excluídas as empresas com demasiada ausência de informações no período de estudo com objetivo de não enviesar os resultados da pesquisa. Com isso, foram obtidas como amostra ao final, um total de 131 empresas, como descrito na tabela 1.

Tabela 1: Amostra das empresas selecionadas para análise do Conselho de Administração em relação ao Endividamento

CRITÉRIOS	Nº DE EMPRESAS	(%)
EMPRESAS DO NOVO MERCADO	142	100%
EMPRESAS COM AUSÊNCIA DE INFORMAÇÕES	11	8%
AMOSTRA FINAL	131	92%

Fonte: Dados da pesquisa (2018).

3.2 Variável dependente

Os dados referentes ao endividamento foram coletados das empresas participantes da amostra, no qual as informações de suas demonstrações contábeis foram coletadas a partir da base de dados da Comdinheiro, conforme mostra o Quadro 2 abaixo, considerado ainda, o endividamento total das empresas:

Quadro 2: Indicador de Endividamento

Indicadores	Sigla	Fórmulas	Descrição
Endividamento Geral	EG	$\frac{PC + PNC}{AT}$	Relação entre Exigível Total (Passivo Circulante + Passivo Não Circulante) e Ativo Total.

Fonte: Elaboração Própria (2018).

Foi escolhido o endividamento geral como variável de interesse, como forma de representar a estrutura de capital da empresa. Como também aponta Ludícibus (2017), no que se refere à posição de endividamento, que por vezes, é o foco inicial de uma boa ou má situação de rentabilidade futura.

3.3 Variáveis independente

Por meio da Comdinheiro foram coletados os dados referentes ao Conselho de Administração e variáveis de controle, conforme explicados no Quadro 3:

Quadro 3: Indicadores Referentes ao Conselho de Administração e Variáveis de Controle
(Continua)

	Indicadores	Siglas	Definição	Relações esperadas	Referências
Conselho de Administração	Tamanho do Conselho	TA	Número total de membros no conselho	(+)	SILVEIRA; BARROS; FAMÁ (2003)
	Independência	IND	A relação entre o número de membros independentes e o tamanho do conselho	(-)	BRUGNI (2012)

Quadro 3: Indicadores Referentes ao Conselho de Administração e Variáveis de Controle (Conclusão)

	<i>Chairman/CEO</i>	CHA	Atribui-se valor 1 quando o presidente do conselho é o CEO e 0, caso contrário	(+)	SILVA (2016)
	Reuniões	REU	Número total de reuniões do conselho no ano	(-)	IBGC (2015)
Variáveis de Controle	Log ativo total	<i>LogAT</i>	Logaritmo natural do ativo total	(+)	SILVA E VALLE (2008)
	Retorno sobre patrimônio líquido	ROE	Relação entre lucro líquido pelo patrimônio líquido	(+)	JORGE (2014)

Fonte: Elaboração Própria (2018).

Os indicadores referentes ao Conselho de Administração foram escolhidos como forma de representar a Governança Corporativa. Segundo Oliveira (2015), a qualidade decisória de uma empresa com adequada estruturação e atuação da Governança Corporativa é a mais otimizada possível e no centro nervoso desse processo decisório está o Conselho de Administração.

Foram escolhidas como variáveis de controle para verificar as relações entre o Conselho de Administração e Endividamento: o Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE). Para Ludícibus (2017), o ROE expressa os resultados globais auferidos pela gerência na gestão de recursos próprios e de terceiros, em benefício dos acionistas; e o Ativo Total da empresa (logaritmizado), para representar o tamanho da empresa.

No estudo realizado por Jorge (2014), foram analisados como a proporção do endividamento afetou o retorno das empresas no período de 2007 a 2013. Esse autor aplicou a matriz de correlação e regressão linear múltipla sobre as variáveis, chegando à conclusão que o endividamento está relacionado positivamente ao retorno da empresa. Rajan e Zingales (1995) afirmam que empresas maiores tem uma tendência a ser mais diversificadas e falharem com menos frequência. Assim, o tamanho seria uma *proxy* inversa à probabilidade de falência. Dessa forma, o tamanho deveria ter impacto positivo na obtenção de dívida.

3.4 Modelo Econométrico

A técnica para verificar as relações entre o Conselho de Administração e o Endividamento das empresas são dados em painel, no qual foram analisadas cada empresa durante 7 anos (2010 a 2016), com base no Modelo dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). Para isso, foram realizados os testes de pressupostos básicos da análise: grau de multicolinearidade (Teste VIF) e heterocedasticidade (Breusch-Pagan e Teste de White).

Dessa forma, apresenta-se, na Equação 1, o modelo estimado:

$$EG = \alpha + \beta_1 TA - \beta_2 IND + \beta_3 CHA - \beta_4 REU + \beta_5 ROE + \beta_6 \text{LogAT} + \varepsilon \quad (1)$$

Onde:

EG é o Endividamento Geral;

TA é o Tamanho do conselho;

IND é a Independência;

CHA é Chairman/CEO;

REU é Reuniões;

ROE é o Retorno sobre o patrimônio;

LogAT é o Log Ativo Total.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A Tabela 2 apresenta as estatísticas descritivas dos indicadores do conselho de administração e de endividamento das empresas de capital aberto listadas no novo mercado. Ao observar o Endividamento Geral, a média é de 58%, mostrando que na base de dados selecionada para a presente pesquisa, entre 2010 e 2016 as empresas do Novo Mercado de uma forma geral utilizaram mais de capital de terceiros em detrimento ao capital próprio. Com isso, observou-se que não se tem a hierarquização das fontes de financiamento proposta pelo modelo *Pecking Order*, falado na fundamentação conforme Nakamura et al (2007).

Nos dados apresentados é possível verificar que, dentre os indicadores do conselho de administração, a Quantidade de Membros do Conselho de Administração, tem como média 7,3519 membros, o que mostra estar dentro do recomendado pelo IBGC (2015) que fala para ser no mínimo 5 e máximo 11 membros.

Já ao que se refere a Independência do Conselho de Administração pode-se verificar que a média é 33,46 %. Ou seja, segue o recomendado que é de 20% dos membros do conselho serem independentes. Observa-se que, segundo Brugni (2012) a independência de um conselho de administração refere-se à imparcialidade de seus membros na tomada de decisões, não podendo ter nenhum tipo de vínculo com os executivos ou os acionistas da firma.

Ao passo que, para o indicador *Chairman/CEO* observa-se uma média de 0,0808. Ou seja, apenas 8,08% representam o percentual de cargos *Chairman/CEO* exercidos pela mesma pessoa, diminuindo o conflito de interesses, o que condiz com a Teoria da Agência, além de seguir as recomendações do IBGC (2015), ao qual fala que deve ser evitado o acúmulo das funções de Presidente do Conselho e Diretor-Presidente pela mesma pessoa.

Tabela 2: Estatísticas dos indicadores (2010 a 2016)

Indicadores	Média	Mediana	Desvio Padrão	(Continuação)	
				Mínimo	Máximo
Endividamento Geral	0,5800	0,5600	0,2931	0,0000	4,8900
Quantidade Membros do Conselho de ADM	7,3519	7,0000	1,9102	1,0000	16,0000
Independência Conselho de ADM (%)	0,3346	0,3000	0,1896	0,0000	1,0000
Chairmain/CEO	0,0808	0,0000	0,2727	0,0000	1,0000

Tabela 2: Estatísticas dos indicadores (2010 a 2016)

Indicadores	(Conclusão)				
	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Reuniões Conselho	10,6551	10,0000	5,6140	0,0000	35,0000
Log Ativo Total	21,9195	21,9100	1,5505	8,5200	27,9600
ROE	0,1686	0,0900	2,9162	-15,0400	80,8600

Fonte: Dados da Pesquisa (2018).

A Tabela 3 apresenta as estatísticas descritivas dos indicadores do Conselho de Administração e de endividamento das empresas de capital aberto listadas no Novo Mercado, por ano. Verifica-se uma oscilação no endividamento nos anos analisados, em que de 2010 para 2011 ocorreu uma queda de 0,5753 para 0,5434. Contudo, no ano seguinte subiu para 0,5637; em 2013 teve uma pequena queda para 0,5614; em 2014 teve um aumento para 0,5720; em 2015 superou 0,6127; e no último ano analisado, em 2016, demonstrou que as empresas estavam se utilizando ainda mais de capitais de terceiros (0,6280), o maior em relação a todos os outros anos.

O indicador referente ao tamanho do Conselho apresentou uma pequena oscilação ao longo dos anos, variando de 7,2703 em 2010 a um desvio padrão de 1,8923 a 7,2080, e em 2016, a um desvio padrão de 1,8807. Já o indicador de Independência, cresceu no decorrer dos anos, chegando a 38,43% em 2016. Esse é um bom resultado, como aponta Brugni (2012), pois mostra que as empresas estão cada vez mais se adequando para a recomendações do IBGC (2015).

Além disso, o indicador de *Chairman/CEO* mostrou uma grande queda ao longo dos anos. Em 2010 alcançou 0,2143; em 2011, 0,2017; em 2012, 0,1322; em 2013, 0,0394; em 2014, 0,0076. Importa destacar que, a partir de 2015 chegou a 0,0000, continuando assim em 2016. Diante disso, pode-se dizer que a partir de 2015 todas as empresas já tinham se adaptado a recomendação do IBGC (2015), particularmente, no que diz respeito ao não acúmulo das funções de Presidente do Conselho e Diretor-Presidente, pela mesma pessoa, com o intuito de reduzir conflitos de interesses.

O indicador de número de reuniões em 2010 foi em média de 10,0182. Em 2011, teve uma queda para 9,9916; em 2012, teve um aumento para 10,7769; em 2013, também teve outro aumento, em que foi para 10,8583; em 2014, teve uma queda para 9,9847, considerado o ano que teve o menor número de reuniões; em

2015, teve um aumento considerável, chegando a 11,7923; por fim, em 2016, que teve uma pequena queda para 11,0397. Nesse contexto, percebe-se uma tendência média de 10 reuniões por ano para as empresas do Novo Mercado.

Tabela 3: Estatísticas dos indicadores por ano (2010 a 2016)

ANO	Estatísticas	EG	TA	IND	CHA	REU	LogAT	ROE
2010	Média	0,5753	7,2703	0,2456	0,2143	10,0182	21,6051	0,9454
	Mediana	0,5550	7,0000	0,2200	0,0000	10,0000	21,5750	0,1450
	Desvio Padrão	0,4513	1,8923	0,2002	0,4122	5,5106	1,6271	7,6564
2011	Média	0,5434	7,4958	0,3107	0,2017	9,9916	21,6757	0,1648
	Mediana	0,5600	7,0000	0,2900	0,0000	9,0000	21,7700	0,1100
	Desvio Padrão	0,1928	1,9039	0,1945	0,4030	5,0998	1,9944	0,5768
2012	Média	0,5637	7,4628	0,3337	0,1322	10,7769	21,9369	0,1299
	Mediana	0,5700	7,0000	0,3000	0,0000	10,0000	21,9300	0,1000
	Desvio Padrão	0,1953	1,8975	0,1771	0,3402	5,2480	1,3928	0,3825
2013	Média	0,5614	7,3465	0,3446	0,0394	10,8583	21,9960	0,0509
	Mediana	0,5500	7,0000	0,3300	0,0000	10,0000	21,9800	0,1000
	Desvio Padrão	0,2050	1,7834	0,1699	0,1952	5,0861	1,3493	0,4141
2014	Média	0,5720	7,4198	0,3534	0,0076	9,9847	22,0331	0,0176
	Mediana	0,5400	7,0000	0,3300	0,0000	9,0000	22,0200	0,0800
	Desvio Padrão	0,2094	2,0492	0,1945	0,0874	4,9115	1,3738	0,7749
2015	Média	0,6127	7,2615	0,3565	0,0000	11,7923	22,1145	-0,0416
	Mediana	0,5800	7,0000	0,3300	0,0000	10,5000	22,1700	0,0700
	Desvio Padrão	0,3071	1,9709	0,1786	0,0000	6,1414	1,4560	1,7280
2016	Média	0,6280	7,2080	0,3843	0,0000	11,0397	22,0160	0,0113
	Mediana	0,5700	7,0000	0,3800	0,0000	10,0000	22,0400	0,0600
	Desvio Padrão	0,3890	1,8807	0,1869	0,0000	6,8730	1,5709	1,3458

Notas: EG é Endividamento, TA é Tamanho do Conselho; IND é Independência; CHA é Chairman/CEO; REU é o Número de Reuniões; LogAT é o Log Ativo Total; ROE é Retorno sobre o Patrimônio Líquido.

Fonte: Dados da Pesquisa (2018).

A Tabela 4 apresenta as médias dos indicadores do Conselho de Administração e de endividamento das empresas de capital aberto listadas no Novo Mercado, por setor de atuação. Dessa forma, observa-se que o setor de atuação que tem o menor endividamento com base nos dados coletados é a Construção e Transporte com 45%, seguido do setor de atuação Saúde com 45,65%. Isso mostra que maior parte dos investimentos desses setores são com o capital próprio.

Por outro lado, o do setor de atuação de Materiais Básicos, com 81,86%, apresentou o maior valor de endividamento dentre todos os setores. Isso revela que a origem dos investimentos desse setor, em sua grande maioria, são os capitais de

terceiros. Vale destacar que, nesse setor estão inseridos os subsetores: Embalagens, Madeira e Papel, Materiais Diversos, Mineração, Químicos e Siderurgia e Metalurgia.

Também chama a atenção o setor de atuação de Petróleo, Gás e Biocombustíveis, junto com o setor de Tecnologia da Informação, em que ambos apresentaram uma porcentagem maior que 40% de Independência dos membros do Conselho de Administração, com 43,41% e 42,48%, respectivamente.

Foi observado também, que o setor de Construção e Transporte tem o número de Reuniões bem menor que todos os outros setores, com apenas 5,4286. Enquanto que, o setor de atuação de Telecomunicações e o setor de atuação Utilidade Pública, ambos acima de 13 em seu número de reuniões, com 13,2857 e 13,6563, respectivamente.

Tabela 4: Médias dos indicadores por setor de atuação (2010 a 2016)

Segmento	EG	TA	IND	CHA	REU	LogAT	ROE
Bens Industriais	0,6319	7,6552	0,3666	0,0414	10,6069	21,7651	0,0003
Construção e Transporte	0,4500	5,8571	0,3743	0,0000	5,4286	21,6614	-0,0643
Consumo Cíclico	0,5554	6,7669	0,3646	0,1391	10,3547	21,6205	0,1245
Consumo Não Cíclico	0,6061	7,8901	0,3474	0,0761	11,3696	22,2576	-0,0171
Financeiro e Outros	0,4994	7,1475	0,2696	0,0902	9,4836	22,2069	0,2138
Materiais Básicos	0,8186	7,4082	0,2265	0,0204	10,9388	21,7290	1,7482
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	0,5658	7,5897	0,4341	0,0750	11,4103	22,3170	0,0565
Saúde	0,4565	8,0000	0,2756	0,0698	10,1163	21,4186	-0,0019
Tecnologia da Informação	0,5823	6,2903	0,4248	0,0645	9,6774	20,3945	-0,1416
Telecomunicações	0,4886	9,2857	0,2129	0,0000	13,2857	24,0557	0,1100
Utilidade Pública	0,6136	8,5625	0,2705	0,0000	13,6563	23,2452	0,0714

Notas: EG é Endividamento, TA é Tamanho do Conselho; IND é Independência; CHA é Chairman/CEO; REU é o Número de Reuniões; LogAT é o Log Ativo Total; ROE é Retorno sobre o Patrimônio Líquido.

Fonte: Dados da Pesquisa (2018).

A tabela 5 apresenta a regressão analisada, que tem como variável dependente o endividamento geral. As variáveis explicativas são o Tamanho do Conselho, Independência do Conselho, *Chairman*/CEO e Número de Reuniões. Por fim, as variáveis de controle são o Ativo Total e Retorno sobre patrimônio líquido.

Para tanto, ao estimar o modelo MQO, aplicou-se o teste *Variance Inflation Factor* (VIF) para cada indicador, resultando na inexistência de problemas de multicolinearidade (VIF menor que 5), não sendo necessária a exclusão de nenhum indicador. No entanto, ao aplicar os testes Breusch-Pagan e Teste de White, verificou-se heterocedasticidade, com isso, optou-se pela regressão robusta de White.

Pelos resultados, além do modelo ser significativo, os indicadores conseguem explicar conjuntamente 27,97% do Endividamento Total. Quanto aos coeficientes, que representam as relações entre o Conselho de Administração e o endividamento total, os indicadores Tamanho do Conselho e Reuniões do Conselho apresentaram significância estatística.

Como resultado da pesquisa, um conselho pequeno influencia negativamente no nível de endividamento, ou seja, quanto menor o número de membros no conselho, maior o endividamento, significando, portanto, que foi diferente do esperado. Uma possível justificativa é que segundo Coles, Daniel e Naveen (2008), um conselho pequeno pode não ser tão eficaz no monitoramento dos altos executivos e gerentes de empresas com negociação em mercados abertos.

O indicador Reuniões do Conselho apresentou relação positiva com o Endividamento Total, também não sendo o sinal esperado. Uma possível justificativa é a retração da economia em 2015, em 3,8%, o maior desde 1990 (STEFANO; FURLAN, 2016). A desaceleração na economia no período de estudo pode ter corroborado para que elevasse o número de reuniões do Conselho, visto que nos dados analisados por ano, há um aumento nas reuniões em 2015 e 2016. A medida que, as reuniões do Conselho tornam-se úteis para elevar o nível das discussões e contribuir para um processo mais adequado e efetivo de tomada de decisões (IBGC, 2015).

A Independência do Conselho e *Chairman/CEO* não explicaram o Endividamento Total. Entretanto, as variáveis de controle, que são o Ativo Total e Retorno sobre patrimônio líquido explicam, e apresentam os sinais esperados. Esse resultado confirma o estudo de Rajan e Zingales (1995), ao abordar que o tamanho pode ter impacto positivo na obtenção de dívida.

Tabela 5: Regressão robusta de White com dados em painel (2010 a 2016)

(Continuação)

Endividamento Geral	Coeficiente	Estatística Z	Intervalo de Confiança (95%)	
			Mínimo	Máximo
Tamanho do Conselho	-0,0191***	-4,31	-0,0278	-0,0104
Independência do Conselho	-0,0115	-0,26	-0,0964	0,0735
Chairman/CEO	-0,0450	-1,94	-0,0904	0,0005
Reuniões do Conselho	0,0080***	5,22	0,0050	0,0110
Log Ativo Total	0,0252***	2,93	0,0083	0,0420
Retorno sobre o Patrimônio Líquido	0,0509***	8,82	0,0396	0,0623
Constante	0,0826	0,42	0,3035	0,4687

Tabela 5: Regressão robusta de White com dados em painel (2010 a 2016)

			(Conclusão)
Observações:	861	Estatística F:	26,32
R ² (Ajustado):	0,2797	Significância	0,000

Notas: *** Estatisticamente significativa a 5%.

Fonte: Dados da pesquisa (2018).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A pesquisa teve como objetivo analisar a influência das características do Conselho de Administração no endividamento das empresas brasileiras de capital aberto inseridas na categoria do Novo Mercado no período de 2010 a 2016. Diante disso, foram identificadas relações dentre o tamanho do Conselho de Administração e o número de reuniões em relação ao endividamento. As principais conclusões sobre as relações identificadas e as contribuições desta pesquisa podem ser respondidas por meio dos objetivos específicos que foram estipulados.

Ao identificar a influência do tamanho do Conselho no endividamento das empresas abertas no mercado brasileiro de capitais listadas no segmento Novo Mercado, o tamanho do Conselho apresentou relação negativa com o endividamento total. Ao passo que, ao estudar a influência do número de reuniões do Conselho no endividamento das empresas abertas no mercado brasileiro de capitais, o indicador reuniões do Conselho apresentou relação positiva com o endividamento total, havendo como possível justificativa a retratação na economia no período de estudo, acrescida a necessidade de discussões do Conselho de Administração.

Todavia, com base nos dados da amostra e no período de análise, os indicadores do Conselho de Administração, cargos de Presidente do Conselho e CEO ocupados pela mesma pessoa (*Chairman/CEO*), e Independência do Conselho não influenciaram no nível de endividamento, ou seja, *Chairman/CEO* e Independência do Conselho não explicam o Endividamento Total.

Vale mencionar ainda, que ao analisar as características do Conselho de Administração e o endividamento das empresas abertas no mercado brasileiro de capitais por setor de atuação, com base nos dados, observou-se que, o setor de atuação Construção e Transporte e o setor de atuação Saúde foram os setores que tiveram o menor endividamento, 45% e 45,65% respectivamente, fazendo maior uso de capital próprio. Todavia, o setor de atuação que apresentou maior endividamento foi o de Materiais Básicos com 81,86%, utilizando mais capital de terceiros do que capital próprio. Quanto ao Conselho de Administração, o setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis e de Tecnologia da Informação apresentaram uma elevada inserção de membros independência do Conselho, 43,41% e 42,48% respectivamente.

Quanto às limitações da pesquisa, tanto pelo período de análise ser apenas entre 2010 a 2016, quanto pela limitação de companhias selecionadas para amostra

(novo mercado), o estudo não deve ser generalizado. No entanto, não deve ser invalidado, tendo em vista suas principais contribuições, tais como as relações entre os indicadores do Conselho de Administração com o endividamento total das empresas abertas no Brasil inseridas no novo mercado.

Posto isso, como sugestão para trabalhos futuros, deve-se ampliar os números de indicadores de endividamento, como por exemplo, o endividamento a curto prazo e o endividamento a longo prazo, bem como aumentar o período de análise. Por fim, deve-se analisar também, as empresas inseridas no segmento de governança Tradicional, Nível 1 e Nível 2.

REFERÊNCIAS

- ANDRADE, L. P. *et al.* Governança corporativa: uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. **Revista de Administração Mackenzie**, São Paulo, v.10, n.4, p. 4-31, 2009.
- ARRUDA, G. S; MADRUGA, S. R; FREITAS JUNIOR, N. I. Governança Corporativa e a Teoria da Agência em consonância com a Controladoria. **Revista de Administração da UFSM**, Santa Maria, v.1, n.1, p. 71-84, 2008.
- BEUREN, I. M. *et al.* **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2013.
- BRUGNI, T. V. **Conselhos de Administração: Uma Análise das suas Características e Impacto sobre as Firms no Mercado Acionário Brasileiro**. 2012. 101 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Universidade Federal do Espírito Santo, Vitória, 2012.
- COLES, J. L.; DANIEL, N. D.; NAVEEN, L. Does one size fit all? **Journal of Financial Economics**, v. 87, n. 2, p. 329-56, 2008.
- CORREIA, T. S. **Governança Corporativa, Princípios Globais de Contabilidade Gerencial e Código de Ética Empresarial de Empresas Brasileiras de Capital Aberto**. 2018. 99 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Universidade Federal da Paraíba, João Pessoa, 2018.
- CUNHA, A. S. L; MARTINS, O. S. Reflexo das características do conselho de administração no endividamento de companhias abertas no Brasil. **Revista de Governança Corporativa**, São Paulo, v. 2, n.1, p. 37-65, 2015.
- IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 4. ed. São Paulo: IBGC, 2015.
- IUDÍCIBUS, S. **Análise de balanços**. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2017.
- JENSEN, M. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. **Journal of Finance**, Pittsburgh, v. 48, n. 3, p. 831-880, 1993.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, Pittsburgh, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- JORGE, R. B. **Relação entre a estrutura de capital e a rentabilidade das empresas que compõem o índice Ibovespa**. 2014. 26f. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Administração) - Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2014.
- KAVESKI, I. D. *et al.* Determinantes da Estrutura de Capital Das Empresas Brasileiras De Capital Aberto Do Agronegócio: Um Estudo a Luz Das Teorias Trade Off e Pecking Order. **E&G Economia e Gestão**, Belo Horizonte, v. 15, n. 41, p. 135-158, 2015.

MARION, J. C. **Análise das demonstrações contábeis**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

MARTIN, N. C; SANTOS, L. R; DIAS FILHO, J. M. Governança Empresarial, Riscos e Controles Internos: A emergência de um novo modelo de controladoria. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 15, n. 34, p. 7-22, 2004.

MARTINS, O. S; MAZER, L. P; LUSTOSA, P. R. B; PAULO, E. Características e competências dos conselhos de administração de bancos brasileiros e sua relação com seu desempenho financeiro. **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v.8, n.3, p. 40-61, 2012.

MENDES, A. P. S **Teoria de Agência aplicada à análise de relações entre os participantes dos processos de cooperação tecnológica universidade - empresa**. 2001. 260f. Tese (Doutorado em Administração) - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. The cost of capital, corporate finance, and the theory of investment. **American Economic Review**, Pittsburgh, v. 48, p. 261-297, 1958.

NAKAMURA, W. T. *et al.* Determinantes de Estrutura de Capital No Mercado Brasileiro: Análise de Regressão com Painel de Dados no Período 1999-2003. **Revista de Contabilidade e Finanças**, São Paulo, n. 44, p. 72-85, 2007.

OCDE; G20/OCDE. **Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades**. Paris: OECD, 2004.

OLIVEIRA, D. P. R. **Governança corporativa na prática: integrando acionistas, conselho de administração e diretoria executiva na geração de resultados**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2015.

PEREZ JUNIOR, J. H. **Elaboração e análise das demonstrações financeiras**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2015.

RAJAN, Raghuram G., ZINGALES, Luigi. What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. **The Journal of Finance**, Pittsburgh, v. 50, n.5, p. 1421-1460, 1995.

RIBEIRO, O. M. **Estrutura e análise de balanços fácil**. 11. ed. São Paulo: Saraiva, 2014.

ROSSETTI, J. P; ANDRADE, A. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

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

SILVA, A. L. C. **Governança corporativa e sucesso empresarial: melhores práticas para aumentar o valor da firma.** 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2014.

SILVA, A. L. C; LEAL, R. P. C. (orgs). **Governança Corporativa: evidências empíricas no Brasil.** São Paulo: Atlas, 2007.

SILVA, A. F; VALLE, M. R. Análise da Estrutura de Endividamento: um Estudo Comparativo entre Empresas Brasileiras e Americanas. **Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba, v. 12, n.1, p. 201-229, 2008.

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

SILVA, E. C. **Governança corporativa nas empresas: guia prático de orientação para acionistas, investidores, conselheiros de administração e fiscal, auditores, executivos, gestores, analistas de mercado e pesquisadores.** 4. ed. São Paulo: Atlas, 2016.

SILVEIRA, A. M; BARROS, L. A. B. C; FAMÁ, R. Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 43, n. 3, p. 50-64, 2003.

STEFANO, F; FURLAN, F. Recessão caminha para ser a mais grave da história do Brasil. **Revista Exame**, São Paulo, 18 de mar. de 2016. Disponível em: <<https://www.exame.abril.com.br/revista-exame/recessao-caminha-para-ser-a-mais-grave-da-historia-do-brasil/>>. Acesso em: 03 de out. de 2018

VIEIRA, K. M. *et al.* A influência da governança corporativa no desempenho e na estrutura das empresas listadas na Bovespa. **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v. 7, n.1, p. 49-67, 2011.

APÊNDICE A: LISTAGEM DE EMPRESAS UTILIZADAS

Listagem de Empresas utilizadas			
ALIANSCCE	LOG-IN	ETERNIT	TRIUNFO PART
ANIMA	LOJAS MARISA	EVEN	TUPY
AREZZO CO	LOJAS RENNER	EZTEC	ULTRAPAR
ARTERIS	LOPES BRASIL	FER HERINGER	UNICASA
B2W DIGITAL	LUPATECH	FIBRIA	VALID
BBSEGURIDADE	M.DIASBRANCO	FLEURY	VIGOR FOOD
BIOSEV	MAGAZ LUIZA	GAFISA	VIVER
BMFBOVESPA	MAGNESITA SA	GENERALSHOPP	WEG
BR BROKERS	MARFRIG	GRENDENE	
BR INSURANCE	METAL LEVE	HELBOR	
BR MALLS PAR	METALFRIO	HYPERMARCAS	
BR PHARMA	MILLS	IDEIASNET	
BR PROPERT	MINERVA	IGUATEMI	
BRASIL	MMX MINER	IMC S/A	
BRASILAGRO	MRV	INDS ROMI	
BRF SA	MULTIPLUS	IOCHP-MAXION	
CCR SA	NATURA	JBS	
CCX CARVAO	ODONTOPREV	JHSF PART	
CETIP	OMEGA ENER. REN. S/A	JSL	
CIA HERING	OSX BRASIL	KROTON	
CIELO	OUROFINO S/A	LE LIS BLANC	
CONTAX	PARANAPANEMA	LIGHT S/A	
COPASA	PDG REALT	LINX	
COSAN	PETRRIO	LOCALIZA	
COSAN LOG	POMIFRUTAS	LOCAMERICA	
CPFL ENERGIA	PORTO SEGURO	SER EDUCA	
CPFL RENOVAV	PORTOBELLO	SIERRABRASIL	
CR2	POSITIVO INF	SLC AGRICOLA	
CSU CARDSYST	PROFARMA	SMILES	
CVC BRASIL	PRUMO	SOMOS EDUCA	
CYRE COM-CCP	QGEP PART	SPRINGS	
CYRELA REALT	QUALICORP	TARPON INV	
DIRECIONAL	RAIADROGASIL	TECHNOS	
DURATEX	RODOBENSIMOB	TECNISA	
ECORODOVIAS	ROSSI RESID	TEGMA	
EMBRAER	RUMO LOG	TENDA	
ENERGIAS BR	SABESP	TERRA SANTA	
ENEVA	SANTOS BRP	TIM PART S/A	
ENGIE BRASIL	SAO CARLOS	TIME FOR FUN	
EQUATORIAL	SAO MARTINHO	TOTVS	
ESTACIO PART	SENIOR SOL	TRISUL	