

## **OS EFEITOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NA ESTRUTURA DE CAPITAL: UMA ANÁLISE NAS EMPRESAS BRASILEIRAS DO ÍNDICE BM&FBOVESPA DE CONSUMO (ICON)**

**ITZHAK DAVID SIMÃO KAVESKI**

UFMS - Universidade Federal de Mato Grosso do Sul  
itzhak.konoha@gmail.com

**MARA VOGT**

Universidade Regional de Blumenau - FURB  
maravogtcco@gmail.com

**LARISSA DEGENHART**

Universidade Regional de Blumenau - FURB  
lari\_ipo@hotmail.com

**ARNALDO DA CONCEIÇÃO MONJE**

UFMS - Universidade Federal de Mato Grosso do Sul  
arnaldinho\_monje@hotmail.com

**NELSON HEIN**

Fundação Universidade Regional de Blumenau - FURB  
hein@furb.br

## **ÁREA TEMÁTICA: FINANÇAS – ESTRUTURA DE CAPITAL E CAPITAL DE GIRO**

### **OS EFEITOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NA ESTRUTURA DE CAPITAL: UMA ANÁLISE NAS EMPRESAS BRASILEIRAS DO ÍNDICE BM&FBovespa DE CONSUMO (ICON)**

#### **RESUMO**

Este estudo objetivou investigar se os atributos de Governança Corporativa afetam a estrutura de capital das empresas brasileiras pertencentes ao Índice BM&FBovespa de Consumo (ICON). Para tanto, realizou-se uma pesquisa descritiva, com abordagem quantitativa, por meio de análise documental. A população do estudo compreendeu 41 empresas pertencentes ao Índice BM&FBovespa de Consumo (ICON) e a amostra foi composta de 22 organizações que apresentaram todas as variáveis necessárias para análise dos dados em um período anual de 2010 a 2013. Para a análise dos dados utilizou-se a análise descritiva, correlação de Pearson e a regressão de Dados em Painel. Os resultados do estudo indicaram que alguns mecanismos de Governança Corporativa não apresentam influências significativas sobre os níveis de estrutura de capital das empresas brasileiras de capital aberto do ICON. Por outro lado, a participação acionária e a remuneração dos diretores demonstraram-se como as variáveis que impactam de forma significativa na estrutura de capital das empresas. Além disso, o tamanho e o grau de liquidez também impactaram na estrutura de capital. Conclui-se a partir dos resultados empíricos, que os atributos de Governança Corporativa, em parte, explicam o comportamento de financiamento de empresas do Índice BM&FBovespa de Consumo.

**Palavras-chave:** Governança Corporativa; Estrutura de Capital; Índice BM&FBovespa de Consumo (ICON).

#### **ABSTRACT**

This study aimed to investigate the attributes of corporate governance affect the capital structure of Brazilian companies belonging to the BM&FBovespa Consumption (ICON). To this end, we carried out a descriptive study with a quantitative approach, through documentary analysis. The study population comprised 41 companies belonging to the BM&FBovespa Consumption (ICON) and the sample was composed of 22 organizations that submitted all necessary data analysis on a yearly basis from 2010 to 2013 variables. For data analysis we used the descriptive analysis, Pearson correlation and regression of Panel Data. The study results indicated that some corporate governance mechanisms have no significant influence on the levels of the capital structure of Brazilian companies traded ICON. Moreover, the shareholding and remuneration of directors are shown as variables that impact significantly on the capital structure of companies. In addition, the size and the degree of liquidity also impacted the capital structure. We conclude from the empirical results that the attributes of corporate governance, in part, explain the financing behavior of firms in the BM&FBovespa Consumer.

**Keywords:** Corporate Governance; Capital Structure; BM&FBovespa Consumption (ICON).

## 1 INTRODUÇÃO

Diferentes teorias foram desenvolvidas ao longo dos anos e sugerem que as empresas podem selecionar sua estrutura de capital de acordo com determinados atributos teóricos considerados relevantes, sendo que a influência destes em relação às decisões de financiamento resulta dos impactos que os atributos exercem sobre os custos e benefícios no que tange a emissão de ações ou até mesmo dívidas. Para tanto, a utilização de um índice abrangente, que reflete as principais práticas de Governança Corporativa é importante nas organizações, possibilitando verificar sua relevância como determinante do nível de endividamento das empresas. As práticas de Governança Corporativa podem ser consideradas determinantes para a constatação de recursos próprios ou de terceiros e podem influenciar a estrutura de capital nas empresas (SILVEIRA; PEROBELLI; BARROS, 2008).

Nesse sentido, na economia capitalista o financiamento para viabilizar empreendimento é considerado algo crucial para o crescimento das empresas e do país na qual pertencem, pois a disponibilidade de capital para financiamentos depende muitas vezes da canalização eficiente dos recursos por parte dos agentes, para realizar investimentos produtivos (SILVEIRA; PEROBELLI; BARROS, 2008). Contudo, Padoveze e Benedicto (2011) destacam que o desempenho e a estrutura de capital de uma empresa apresentam-se relacionados a partir do momento que se admite que uma empresa rentável e bem administrada não terá problemas relacionados a solvência, pois uma liquidez baixa, decorre possivelmente de uma inadequada rentabilidade que ocorreu no passado.

Bianchi et al. (2009) salientam que esse novo contexto de gerência, passou a provocar conflitos entre os proprietários das empresas e seus administradores. Dessa forma, com o objetivo de minimizar esses conflitos e a assimetria informacional surge a Governança Corporativa, que visa assegurar ao proprietário e acionistas que a empresa seja administrada de acordo com os anseios das partes, garantindo a transparência administrativa da organização. A partir de então a governança vem sendo discutida no Brasil e no mundo, tornando-se indispensável para amenizar os conflitos existentes nas empresas, dentre outras questões pertinentes. De acordo com Silveira e Barros (2008), a Governança Corporativa, pode ser compreendida como sendo um conjunto de mecanismos que possuem o intuito de aumentar as possibilidades dos fornecedores de capital garantirem para si, o retorno que desejam sobre o investimento efetuado na empresa.

Nesse contexto, a Governança Corporativa juntamente com a estrutura de capital, atraem o interesse da sociedade, pois são ferramentas indispensáveis para o desenvolvimento socioeconômico. Além disso, quando as empresas seguem uma adequada Governança Corporativa e estrutura de capital, a administração da entidade se dará de forma eficiente, levando a redução das falhas corporativas, do controle interno, ausência de estrutura corporativa entre outros fatores relevantes (GANIYU; ABIODUN, 2012).

Nesse sentido, diversos estudos foram realizados com o intuito de verificar os efeitos da Governança Corporativa na estrutura de capital, dentre estes têm-se o de Kyereboah-Coleman e Biekpe (2006), Abor (2007), Bokpin e Arko (2009) e Sheikh e Wang (2012).

Frente ao exposto, destaca-se a seguinte questão que norteia esta pesquisa: Quais atributos de Governança Corporativa afetam a estrutura de capital das empresas brasileiras pertencentes ao Índice BM&FBovespa de Consumo (ICON)? Com o intuito de responder a questão apresentada, o objetivo deste estudo é investigar se os atributos de Governança Corporativa afetam a estrutura de capital das empresas brasileiras pertencentes ao Índice BM&FBovespa de Consumo (ICON).

Nesse sentido, este estudo justifica-se pela relevância do tema Governança Corporativa e estrutura de capital, pois conforme Sloan (2001), embora a ciência contábil seja fundamental em estudos relacionados à Governança Corporativa, as pesquisas na área poderiam ser mais exploradas, visto que parte dos estudos refere-se à economia e finanças.

Justifica-se ainda, de acordo com Khanchel (2007), pois empresas que são bem administradas e possuem maior qualidade de governança podem ser mais rentáveis, sendo que uma Governança Corporativa eficiente nas empresas garante em determinadas situações a otimização dos recursos.

A escolha desse Índice BM&FBovespa de Consumo (ICON) deu-se em virtude de ser um índice que mede o comportamento das ações das empresas representativas dos setores de consumo cíclico e não cíclico. Além disso, de acordo com Cunha e Politelo (2013) o setor de consumo cíclico que compreende o maior número de segmentos e o de consumo não cíclico o segundo maior, assim, é comum se observar em organizações que estejam em um mesmo contexto, a identificação de diferentes atributos de Governança Corporativa (KLAPPER; LOVE, 2004; SILVEIRA; BARROS, 2008).

A relevância do estudo pauta-se nos argumentos de Khanchel (2007), pois os resultados do estudo podem contribuir para que os investidores tenham maior suporte para identificar as empresas que apresentam aspectos de Governança Corporativa, contribuindo para as decisões relacionadas aos investimentos das empresas. Abor (2007) salienta que, um sistema de Governança Corporativa, possibilita controle eficaz da empresa, monitoramento da gestão, mecanismos adequados para a utilização eficiente dos recursos, o que resulta em um melhor desempenho para a empresa. Além disso, empresas com estruturas de Governança Corporativa bem estabelecida são capazes de obter de forma mais fácil o financiamento da dívida a um custo reduzido, melhorando seu desempenho.

## **2 REVISÃO DA LITERATURA**

Na revisão de literatura são abordados aspectos que visam explorar os efeitos da Governança Corporativa na estrutura de capital, estes que norteiam o desenvolvimento e as premissas para consecução do estudo. Inicialmente apresenta-se a estrutura de capital. Na sequência aborda-se a Governança Corporativa. Por fim, os estudos anteriores que possibilitam embasar a metodologia adotada no estudo.

### **2.1 Estrutura de capital**

Diversos estudos foram realizados a partir do enfoque da estrutura de capital, oferecendo amplos panoramas desta área de finanças corporativas e suas mais diversas subdivisões (JENSEN; MECKLING, 1976; HARRIS; RAVIV, 1991; MYERS, 2002).

Jensen e Meckling (1976) realizaram um estudo que integra elementos da Teoria da Agência, Teoria dos Direitos de Propriedade e ainda, Teoria de Finanças, com vistas a desenvolver uma teoria sobre estrutura de capital das empresas. A Teoria da Firma postula ser uma teoria dos mercados, no qual as empresas são consideradas importantes atores, pois a empresa funciona de modo a atender as entradas e saídas de recursos, objetivando a maximização dos lucros. Na Teoria dos Direitos de Propriedade, a especificação dos direitos individuais determina como os custos e benefícios passarão a ser alocados entre os participantes da empresa por meio de contratos. Já a Teoria dos Custos de Agência, aborda a relação de agência, ou seja, um contrato por meio do qual uma ou mais pessoas consideradas principais, envolvem outras denominadas de agente, para realizar determinado serviço em seu nome, envolvendo a delegação de alguma autoridade para fazer o agente de decisão, podendo ocorrer relações positivas e negativas entre o principal e agente.

Harris e Raviv (1991) examinaram as teorias de estrutura de capital com base nos custos de agência, assimetria informacional, interações de mercado e o controle corporativo, identificando algumas categorias, como sendo os objetivos da estrutura de capital: amenizar os conflitos de interesses existentes entre diversos grupos, com pretensões de recursos da empresa, incluindo os gestores, ou seja, abordagem da Teoria da Agência; transmitir

informações ao mercado de capitais, amenizando a assimetria informacional; influenciar a concorrência no mercado e ainda, afetar o resultado do controle corporativo.

De acordo com Myers (2002), as principais teorias sobre Estrutura de Capital, visam explicar as proporções de dívida e capital que a empresa apresenta em seu balanço patrimonial. Destaca que não existe uma teoria universal sobre a estrutura de capital, porém, as teorias se diferem na ênfase relacionada sobre os fatores que podem afetar a escolha entre a dívida ou então o capital próprio. Dentre os fatores, encontram-se os custos de agência, impostos, diferenças nas informações e os efeitos das imperfeições de mercado, sendo que cada um desses fatores pode ser dominante para determinada empresa.

Conforme Silveira, Perobelli e Barros (2008), diferentes argumentos teóricos relacionados à estrutura de capital foram agrupados em campos concorrentes. O primeiro reuniu as teorias que abordam os diversos custos e benefícios que estão ligados ao endividamento, como os custos de falência, custos de agência das dívidas, benefícios fiscais e o efeito que o endividamento exerce sobre os gestores das empresas. Este conjunto de argumentos é a abordagem da Teoria do *Trade-Off*, pois prevê que as empresas almejam uma estrutura de financiamento ótimo e que pondere as vantagens e desvantagens do endividamento.

Contudo, uma das alternativas a esta abordagem é a Teoria do *Pecking Order*, que para Myers e Majluf (1984) propõe que as empresas apresentam a tendência de seguir uma hierarquia de preferências em relação as mais diversas fontes de financiamento, em função da assimetria informacional que ocorre entre os gestores e investidores externos, assim, nessa teoria, não existirá estrutura de capital considerada ideal a ser seguida pela empresa.

Neste contexto, Leal e Saito (2003), realizaram uma revisão de estudos a partir de dados brasileiros sobre a estrutura de capital, ressaltando que a composição da estrutura de capital das empresas brasileiras, não pode contar com um mercado de capitais desenvolvido, não sendo surpreendente que a utilização do endividamento a longo prazo seja limitada e que a principal fonte de recursos provenha da retenção de lucros, pois isso restringe a capacidade de crescimento das empresas. Para tanto, o endividamento têm sido a forma de financiamento mais utilizado, com maior preferência junto ao mercado de capitais, apesar do mercado acionário ser considerado limitado.

Grossman e Hart (1982) analisaram os incentivos corporativos, a estrutura financeira e gerencial, com o intuito de desenvolver uma teoria para explicar a utilização da dívida como um instrumento financeiro. Essa teoria baseia-se na ideia de que os gestores de uma empresa que apresenta em grande parte financiamentos por meio do capital próprio, não possuem muitos incentivos para maximizar os lucros, apresentando um baixo valor no mercado de ações. Assim, a dívida é considerada o fator que possibilita aumentar o valor da empresa.

Nesse sentido, a teoria financeira sugere que um fator importante para a determinação da escolha da estrutura de capital de uma empresa é a existência de custos de agência, pois esses custos podem ser controlados por meio de contratos financeiros adequados e dependem das características da empresa e do ambiente institucional. Contudo, cada país apresenta diferentes sistemas institucionais e características, fazendo com que a estrutura de capital e financeira se encontre de forma diferenciada a partir das desigualdades entre os países (DEMIRGUÇ-KUNT; MAKSIMOVIC, 1999).

Wiwattanakantang (1999) analisaram os determinantes da estrutura de capital de empresas da Tailândia, evidenciando que o efeito fiscal e custos de agência desempenham importante papel nas decisões de financiamento, sendo que fatores tradicionais afetam as decisões de financiamento, isto é, a lucratividade, tangibilidade, impostos e crescimento. Os grandes acionistas também afetam a proporção da dívida de forma negativa, pois de certa forma auxiliam no monitoramento da gestão. Além disso, diversos fatores que estão relacionados com os mecanismos de Governança Corporativa influenciam sobre as escolhas

políticas da dívida, pois as empresas que apresentam diferentes tipos de acionistas controladores constituem uma estrutura de capital diferente.

Em relação à estrutura de capital e Governança Corporativa, Hussainey e Aljifri (2012), tiveram por objetivo analisar o grau em que os mecanismos de Governança Corporativa internos e externos afetam as decisões de financiamento das empresas dos Emirados Árabes. Demonstraram que a variável Governança Corporativa denominada de investidores institucionais apresentou impacto negativo em relação à proporção da dívida em capital. Desse modo, não encontraram nenhuma associação significativa entre os outros mecanismos de Governança Corporativa e proporção da dívida. Já o tamanho das empresas está positivamente associado com a proporção da dívida em capital.

Outro estudo realizado com o mesmo viés, porém com resultados positivos é o de Sheikh e Wang (2012) no qual objetivaram investigar se os atributos de Governança Corporativa afetam as escolhas de estrutura de capital das empresas paquistanesas. Os resultados sugerem que o tamanho do conselho, diretores externos e concentração da propriedade, estão positivamente relacionados com a dívida total e de longo prazo, enquanto a remuneração do diretor encontra-se negativamente relacionada. A rentabilidade e liquidez se apresentaram negativamente relacionadas com a dívida total e de longo prazo. Já o tamanho da empresa e tangibilidade apresentaram-se relacionados de forma positiva com a dívida. Embora as empresas paquistanesas tenham mecanismos de Governança Corporativa interna e externa, os resultados apontaram que os atributos da Governança Corporativa, em parte, podem explicar o comportamento do financiamento das empresas analisadas.

Os conselhos de administração desempenham importante papel perante a Governança Corporativa das empresas, especialmente no monitoramento da gestão que encontra-se no topo da empresa, visando melhorar a estrutura de capital das empresas (WEISBACH, 1988). Para tanto, Berger, Ofek e Yermack (1997) salientam que diversas variáveis relacionadas a estrutura de capital são utilizadas na realização de estudos, como é o caso do desempenho da empresa e Governança Corporativa.

## **2.2 Governança Corporativa**

A Governança Corporativa sob o aspecto econômico-financeiro foi proposto por Shleifer e Vishny (1997) a partir do momento que abordaram as relações de agência, pois os investidores se sentem protegidos quando aplicam recursos em empresas que adotam a prática da Governança Corporativa. A proteção legal e certo grau de propriedade concentrada são elementos considerados essenciais para o desempenho de um bom sistema de Governança Corporativa. Para tanto, a Governança Corporativa lida com as maneiras que os fornecedores de capital requerem para garantir o retorno sobre seu investimento. Entretanto, mecanismos de Governança Corporativa são considerados instituições econômicas e legais, podendo ser alterados por meio do processo político.

Himmelberg, Hubbard e Palia (1999) e Himmelberg, Hubbard e Love (2004) propõem que a proteção do investidor, está relacionada com o ambiente externo e legal, no qual a empresa está incerta e apresenta-se como um componente interno que se relaciona com o tipo de atividade que a empresa desempenha, dentre outras características. Assim, tanto a empresa quanto o desempenho gerencial estão endogenamente determinados por mudanças exógenas. (HIMMELBERG; HUBBARD; PALIA, 1999).

Para Fama e Jensen (1983) a Governança Corporativa conecta-se aos princípios da equidade, ética e transparência sobre as decisões da empresa, sendo definida como um sistema perante o qual as empresas são dirigidas e controladas, tendo como ponto essencial o conselho de administração, este que atua no processo decisório e monitoramento da gestão.

Nesse sentido, um grau de alavancagem financeira significativo, faz com que os gestores tenham a denominada disciplina da dívida, que decorre das restrições contratuais que

são estabelecidas juntamente dos credores, em relação ao comprometimento da empresa com a distribuição do caixa, visando diminuir a discricionariedade gerencial na utilização dos recursos por parte dos investidores (JENSEN, 1986). Para tanto, Silveira, Perobelli e Barros (2008), destacam que a escolha ideal da estrutura de capital pode funcionar como um relevante mecanismo de Governança Corporativa, pois empresas que se apresentam mais endividadas poderiam passar a adotar melhores práticas de Governança Corporativa, com o objetivo de aumentar a captação dos recursos externos. Contudo, a disciplina da dívida, poderá reduzir a necessidade da implantação de mecanismos adicionais de governança e que seriam mais custosos a empresa.

Conforme Leal e Saito (2003) a Governança Corporativa é o conjunto de regras, práticas e instituições que passam a determinar como os administradores agem no melhor interesse de todas as partes envolvidas na empresa, em especial os acionistas. Sloan (2001) ressalta que a Governança Corporativa preocupa-se com a compreensão dos mecanismos que buscam amenizar os problemas de incentivos, criados a partir da separação da gestão e financiamento das empresas, sendo que a contabilidade e a Governança Corporativa são áreas ligadas. Nesse sentido, Bushman e Smith (2001), posicionam a contabilidade, por meio da divulgação dos resultados, como fator de promoção da Governança Corporativa, pois as informações contidas nos relatórios contábeis minimizam os conflitos de agência, servindo de base para a tomada de decisão e promoção da gestão eficiente das empresas.

Gompers, Ishii e Metrick (2003) investigaram a Governança Corporativa sob o aspecto dos direitos dos acionistas e sua relação com o desempenho das empresas na década de 90, identificando que a governança relaciona-se de forma significativa com o valor das empresas, isto é, empresas que possuem acionistas com direitos fortes apresentam melhor desempenho financeiro, lucros mais altos e conseqüentemente, maiores valores perante o mercado.

Contudo, Silveira e Barros (2008) salientam que a minimização dos prejuízos que são causados em função dos conflitos de interesses entre os tomadores de decisão e fornecedores de recursos à empresa, depende principalmente de um conjunto de mecanismos internos e externos, estes que possibilitam alinhar os interesses dos gestores para com os acionistas. Estes mecanismos de Governança Corporativa dizem respeito ao conselho de administração, estrutura de propriedade e controle, política de remuneração, estrutura de capital, competição no mercado de produtos e mão de obra dos gestores, publicação de relatórios regulares, dentre outros.

De acordo com o IBGC (2014), Governança Corporativa pode ser designada ao sistema por meio do qual as empresas são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo as práticas e os relacionamentos entre os proprietários, conselho de administração, diretoria e ainda, setores que visam o controle. Assim, as boas práticas de Governança Corporativa fazem com que os princípios se convertam em recomendações objetivas, passando a alinhar os interesses com o intuito de preservar e aumentar o valor da empresa, facilitando o acesso ao capital.

Segundo Kyereboah-Coleman e Biekpe (2006), o conceito de Governança Corporativa sempre esteve mais presente nos mercados desenvolvidos. Entretanto, nos últimos anos, o termo está em pauta por muitas economias em desenvolvimento, tendo como razão a percepção de que a Governança Corporativa é importante para a promoção do crescimento da empresa. Nesse sentido, a governança refere-se à relação da empresa com seus acionistas, *stakeholders*, empregados, credores, entre outros. Além disso, é um mecanismo para monitorar a gestão.

O estudo realizado por Klapper e Love (2004), objetivou verificar a existência de alguma variação da qualidade da Governança Corporativa entre as empresas de um mesmo ambiente contratual, evidenciando empresas que apresentam uma boa Governança Corporativa em países que constataam fraca proteção legal e empresas cuja Governança

Corporativa é considerada ruim em países que possuem proteção legal perante os investidores. Os autores destacam que o principal objetivo da Governança Corporativa é fazer com que se reduza o custo de captação dos recursos, pois empresas que apresentam melhores oportunidades futuras de crescimento, adotam mais mecanismos de Governança Corporativa, visando futuras captações de recursos. No que tange a relação entre Governança Corporativa e estrutura de capital, será apresentado estudos anteriores no tópico a seguir.

### **2.3 Estudos anteriores**

A investigação de Kyereboah-Coleman e Biekpe (2006) buscou examinar como os indicadores de Governança Corporativa impactam sobre as decisões de financiamento das empresas. Os resultados indicam que as empresas maiores apresentam maiores dívidas, ressaltando que a estrutura de governança de uma empresa afeta as escolhas em relação aos financiamentos. Destacam que boas práticas de governança possibilitam aumentar o perfil das empresas por meio de um melhor acesso ao financiamento e desempenho, menor custo de capital e um tratamento preferencial em relação aos interessados.

O estudo desenvolvido por Abor (2007) objetivou analisar a relação entre Governança Corporativa e as decisões de estrutura de capital das empresas listadas em Gana. Os resultados indicam associações positivas entre a estrutura de capital e Governança Corporativa. Os resultados revelaram que a participação gerencial influencia positivamente a escolha de dívida de longo prazo sobre o patrimônio. Entre as variáveis de Governança Corporativa, tamanho do conselho relacionou-se positivamente com a estrutura de capital. Fatores como volatilidade nos lucros, tangibilidade dos ativos, proporção de pagamento de dividendos e rentabilidade são determinantes significativos de decisões de estrutura de capital.

A pesquisa de Bokpin e Arko (2009) analisou o efeito da estrutura de propriedade e a Governança Corporativa sobre as decisões de estrutura de capital de empresas de capital aberto de Gana, no período de 2002 a 2007. Os achados da pesquisa revelam que participação gerencial influencia significativamente e positivamente a dívida de longo prazo. Entre as variáveis de Governança Corporativa, o tamanho do conselho de administração é relacionado de forma positiva e estatisticamente significativa com a alavancagem. Quanto a volatilidade nos lucros, tangibilidade dos ativos, proporção de pagamento de dividendos e rentabilidade são determinantes significativos de decisões de estrutura de capital das empresas. Os resultados são amplamente consistentes com teorias de decisões de estrutura de capital observados na literatura.

O objetivo do estudo de Sheikh e Wang (2012) foi de investigar se os atributos de Governança Corporativa afetam as escolhas de estrutura de capital das empresas paquistanesas, no período de 2004 a 2008. Os resultados sugerem que o tamanho do conselho de administração, membros externos do conselho de administração e a concentração da propriedade está positivamente relacionada com dívida de longo prazo e total, enquanto que a remuneração diretor está relacionada negativamente. As variáveis de controle, tais como rentabilidade e liquidez são negativamente relacionado com a dívida de longo prazo e total, ao passo que o tamanho da empresa está relacionado de forma positiva. Tangibilidade dos ativos está positivamente relacionada com o a dívida de longo prazo e negativamente relacionada com a dívida total.

## **3 METODOLOGIA**

Este estudo caracteriza-se inicialmente quanto ao objetivo como uma pesquisa descritiva, que conforme Gil (2008, p. 27) “[...] têm como objetivo a descrição das características de determinada população. Podem ser elaboradas também com a finalidade de identificar possíveis relações entre variáveis”. Neste sentido, este estudo busca investigar se



os atributos de Governança Corporativa afetam a estrutura de capital das empresas brasileiras pertencentes ao Índice BM&FBovespa de Consumo (ICON).

Em relação aos procedimentos adotados neste estudo, caracteriza-se como uma pesquisa documental, que de acordo com Marconi e Lakatos (2010, p. 157) “[...] é que aquela em que a fonte de coleta de dados está restrita a documentos, seja escritos ou não, [...]. Estas podem ser feitas no momento em que o fato ou fenômeno ocorre, ou depois.” Assim, os dados utilizados para análise foram retirados das demonstrações financeiras relativas ao ano de 2010 a 2013, extraídos do banco de dados da *Thomson One Banker* e dos formulários de referência das empresas disponível no sítio da BM&FBovespa. Optou-se pelo período inicial de 2010, uma vez que foi o ano que se iniciou a publicação obrigatória dos formulários de referência.

A população do estudo é composta pelas organizações pertencentes ao Índice BM&FBovespa de Consumo (ICON), perfazendo um total de 41 companhias. Em decorrência dos períodos analisados, a amostra da pesquisa compreendeu 22 empresas, que foram as que apresentaram todas variáveis necessárias para análise, compreendendo um total de 88 observações. As variáveis utilizadas para a análise da pesquisa foram as mesmas utilizadas pelos estudos anteriores, conforme apresentado no Quadro 1.

**Quadro 1 – Variáveis utilizadas no estudo**

Dados	Variável	Proxy
Dependentes	Endividamento Total Contábil	$\frac{\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo não Circulante}}{\text{Ativo Circulante} + \text{Ativo não Circulante}}$
	Endividamento de Curto Prazo Contábil	$\frac{\text{Passivo Circulante}}{\text{Ativo Circulante} + \text{Ativo não Circulante}}$
	Endividamento de Longo Prazo Contábil	$\frac{\text{Passivo não Circulante}}{\text{Ativo Circulante} + \text{Ativo não Circulante}}$
Explicativas	Conselho de administração	LOG do número total de membros do conselho de administração.
	Membros independentes	$\frac{\text{Número total de membros independentes}}{\text{Número total de membros do conselho de administração}}$
	Participação acionária	$\frac{\text{Número total de ações detidas pelos cinco maiores acionistas}}{\text{Número total de ações em circulação}}$
	Participação acionária dos diretores	$\frac{\text{Número de ações detidas pelos CEOs e diretores}}{\text{Número total de ações em circulação}}$
	Remuneração dos diretores	LOG da remuneração total dos diretores.
	Dualidade do diretor	Variável <i>dummy</i> , 1 se CEO é o presidente da empresa, 0 caso contrário.
Controle	Tamanho	LN da receita operacional líquida.
	Liquidez Corrente	$\frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$
	Rentabilidade do Ativo Total	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Circulante} + \text{Ativo não Circulante}}$

Fonte: Dados da pesquisa.

No que tange à abordagem dada ao problema de pesquisa, este classifica-se como quantitativo. Martins e Theóphilo (2009, p. 107) descrevem que a pesquisa quantitativa “envolve coleta, classificação, sumarização, organização, análise e interpretação de dados”. Posteriormente, o pesquisador pode “tratar os dados através da aplicação de métodos e técnicas da Estatística”, procedendo a análise e a interpretação dos dados. Para a análise dos dados foram realizadas as análises descritiva, correlação de *Pearson* e regressão de Dados em Painel por meio do *software* estatístico STATA.

## 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nesta seção apresenta-se a descrição e análise dos resultados da pesquisa. Inicia-se pela análise descritiva. Em seguida a análise de correlação de *Pearson* e por fim, aplica-se a regressão em dados em painel para cada nível de endividamento. A Tabela 1 apresenta a análise descritiva das variáveis utilizadas na pesquisa.

**Tabela 1 – Estatística descritiva das variáveis**

Variáveis	Ano	N	Máximo	Mínimo	Média	Desvio-padrão
<b>Painel A – Variáveis Dependentes</b>						
Endividamento de curto prazo contábil	2010	22	1,11	0,17	0,53	0,23
	2011	22	1,28	0,13	0,57	0,25
	2012	22	0,99	0,20	0,54	0,20
	2013	22	0,82	0,00	0,48	0,24
Endividamento de longo prazo contábil	2010	22	1,18	-0,12	0,34	0,30
	2011	22	1,06	0,00	0,37	0,31
	2012	22	1,27	-0,01	0,40	0,30
	2013	22	1,55	-2,54	0,42	0,99
Endividamento total contábil	2010	22	0,82	0,10	0,43	0,20
	2011	22	0,85	0,11	0,46	0,19
	2012	22	0,82	0,14	0,43	0,17
	2013	22	0,91	0,13	0,54	0,21
<b>Painel B – Variáveis Explicativas</b>						
Conselho de administração	2010	22	1,15	0,70	0,81	0,12
	2011	22	1,15	0,70	0,85	0,12
	2012	22	1,15	0,70	0,87	0,12
	2013	22	1,18	0,70	0,87	0,12
Membros independentes	2010	22	0,67	0,00	0,29	0,21
	2011	22	0,70	0,00	0,38	0,17
	2012	22	0,75	0,00	0,24	0,21
	2013	22	0,60	0,00	0,30	0,16
Participação acionária	2010	22	1,00	0,20	0,58	0,23
	2011	22	1,00	0,16	0,58	0,22
	2012	22	1,00	0,26	0,49	0,21
	2013	22	1,00	0,25	0,53	0,23
Participação acionária dos diretores	2010	22	0,17	0,00	0,00	0,04
	2011	22	0,53	0,00	0,00	0,12
	2012	22	0,17	0,00	0,00	0,04
	2013	22	0,17	0,00	0,00	0,04
Remuneração dos diretores	2010	22	7,77	6,01	6,92	0,43
	2011	22	7,76	5,89	7,03	0,40
	2012	22	7,76	6,25	7,05	0,36
	2013	22	7,72	6,29	7,19	0,34
Dualidade do diretor	2010	22	1,00	0,00	0,00	0,46
	2011	22	1,00	0,00	0,00	0,46
	2012	22	1,00	0,00	0,00	0,29
	2013	22	1,00	0,00	0,00	0,21
<b>Painel C – Variáveis de Controle</b>						
Tamanho	2010	22	4,51	2,40	3,36	0,53
	2011	22	4,54	2,70	3,46	0,49
	2012	22	4,57	2,80	3,54	0,49
	2013	22	4,52	2,29	3,53	0,55
Rentabilidade do ativo total	2010	22	201,72	-5,18	10,05	41,53
	2011	22	350,00	-1,35	8,49	73,02
	2012	22	28,03	-11,72	7,67	8,26
	2013	22	26,11	1,23	4,59	7,17
Liquidez corrente	2010	22	26,11	1,23	4,30	7,20
	2011	22	5,89	0,90	1,88	1,26
	2012	22	7,91	0,78	1,77	1,52
	2013	22	4,96	1,01	1,87	0,93

Fonte: Dados da pesquisa.

De acordo com Tabela 1, o nível médio de endividamento total contábil das empresas pertencentes ao Índice BM&FBovespa de Consumo (ICON) no período 2010 a 2013 variou de 43% a 54%. Além disso, o desvio-padrão apresentou uma similaridade entre as

organizações. Verifica-se ainda que as empresas do Índice do Setor Industrial utilizam mais recursos de curto prazo do que de longo prazo em todos os anos analisados.

Quanto aos atributos de Governança Corporativa, verifica-se uma similaridade entre as organizações pertencentes ao Índice BM&FBovespa de Consumo (ICON), a saber: conselho de administração; membros independentes; participação acionária; e remuneração dos diretores. Em contraponto, averigua-se uma dissimilaridade quanto a participação acionária dos diretores e dualidade do diretor das empresas pertencentes ao Índice BM&FBovespa de Consumo (ICON).

A Tabela 1 permite ainda, inferir que o grupo de empresas pertencentes ao Índice BM&FBovespa de Consumo (ICON) é composto por um grupo homogêneo de organizações quanto ao seu tamanho e sua liquidez corrente. Da mesma forma, há empresas heterogêneas quanto à rentabilidade do ativo total, visto que seu desvio-padrão foi maior que a média.

Antes de efetuar a análise de regressão de Dados em Painel, aplicou-se o teste de correlação de *Pearson*. A Tabela 2 apresenta os resultados da correlação de *Person*.

**Tabela 2 – Correlação de *Pearson* entre as variáveis**

<b>Painel A – Correlação entre as variáveis dependentes e explicativas</b>						
	Conselho de administração	Membros independentes	Participação acionária	Participação acionária dos diretores	Remuneração dos diretores	Dualidade do diretor
Endividamento total contábil	0,186	0,170	0,123	-0,072	0,125	0,129
Endividamento de curto prazo contábil	0,153	0,109	-0,043	-0,087	0,144	0,002
Endividamento de longo prazo contábil	-0,079	0,207	-0,188	0,047	-0,137	0,160
<b>Painel B – Correlação entre as variáveis dependentes e de controle</b>						
	Rentabilidade do ativo total	Tamanho	Liquidez corrente			
Endividamento total contábil	-0,115	0,408**	-0,306**			
Endividamento de curto prazo contábil	-0,136	0,394**	-0,174			
Endividamento de longo prazo contábil	0,021	0,201	-0,054			
<b>Painel C – Correlação entre as variáveis explicativas</b>						
	Conselho de administração	Membros independentes	Participação acionária	Participação acionária dos diretores	Remuneração dos diretores	Dualidade do diretor
Conselho de administração	1					
Membros independentes	-0,119	1				
Participação acionária	0,143	-0,445**	1			
Participação acionária dos diretores	0,096	0,142	-0,034	1		
Remuneração dos diretores	0,426**	0,057	-0,046	-0,172	1	
Dualidade do diretor	-0,095	0,051	0,020	0,438**	-0,261*	1
<b>Painel D – Correlação entre as variáveis explicativas e de controle</b>						
	Conselho de administração	Membros independentes	Participação acionária	Participação acionária dos diretores	Remuneração dos diretores	Dualidade do diretor
Rentabilidade do ativo total	-0,007	-0,106	0,129	0,014	0,008	-0,037
Tamanho	0,497**	-0,005	0,099	-0,235*	0,429**	0,043
Liquidez corrente	-0,180	0,073	-0,012	0,040	-0,128	0,173
<b>Painel E – Correlação entre as variáveis de controle</b>						
	Rentabilidade do ativo total	Tamanho	Liquidez corrente			
Rentabilidade do ativo total	1					
Tamanho	-0,159	1				
Liquidez corrente	0,053	-0,309**	1			

\*\*A correlação é significativa no nível 0,01 (2 extremidades).

\*A correlação é significativa no nível 0,05 (2 extremidades).

Fonte: Dados da pesquisa.

A correlação de *Pearson* foi aplicada com o propósito de analisar a intensidade e o sentido das relações entre as variáveis de controle, explicativas e dependentes. Observa-se que a correlação não sugere necessariamente uma relação de causa e efeito entre as variáveis, mas sim de associação. Os dados da Tabela 2 demonstram que não há alto grau de correlação entre

as variáveis (correlação superior a 85%), ou seja, não há problemas elevados de multicolineariedade que possam afetar os resultados do modelo de regressão com as variáveis utilizadas.

Foram realizados os testes estatísticos de *Chow*, *LM* de *Breusch-Pagan* e *Hausman* para atender aos pressupostos da regressão de Dados em Painel, que são os testes que definem se deve ser utilizado o método *pooling*, efeitos fixos ou aleatórios. Primeiramente, foi aplicado o teste de *Chow* para verificar se o intercepto é igual (*pooling*) ou diferente (efeitos fixos) para todas as *cross-sections*. Posteriormente foi aplicado o teste *LM* de *Breusch-Pagan* para averiguar se a variância dos resíduos que refletem as diferenças individuais é igual (*pooling*) ou diferente (efeitos aleatórios) de zero. Por fim, foi aplicado o teste de *Hausman* para comparar os resultados do modelo de efeitos fixos com o de efeitos aleatórios.

Os resultados dos testes demonstraram que para o Endividamento de Curto Prazo Contábil (ECPC) e o Endividamento Total Contábil (ETC) deve ser utilizado o modelo de efeitos fixos. Quanto ao Endividamento de Longo Prazo Contábil (ELPC), o modelo de efeitos aleatórios deve ser aplicado. Na Tabela 3 apresenta-se os resultados da regressão em Dados em Painel.

**Tabela 3 – Resultados do modelo de Dados em Painel**

Variável		ECPC (Fixo)	ELPC (Aleatório)	ETC (Fixo)
Constante	Coeficiente	-1,827	1,742	0,347
	Sig.	0,065	0,204	0,473
Conselho de administração	Coeficiente	-0,147	-1,262	0,428
	Sig.	0,741	0,085	0,055
Membros independentes	Coeficiente	-0,220	-0,126	-0,055
	Sig.	0,223	0,735	0,533
Participação acionária	Coeficiente	0,626	-0,802	0,003
	Sig.	0,006	0,022	0,981
Participação acionária dos diretores	Coeficiente	-0,182	0,648	-0,349
	Sig.	0,698	0,543	0,137
Remuneração dos diretores	Coeficiente	-0,098	-0,338	0,125
	Sig.	0,374	0,111	0,025
Dualidade do diretor	Coeficiente	0,077	-0,042	0,049
	Sig.	0,347	0,821	0,233
Rentabilidade do ativo total	Coeficiente	0,000	0,001	0,000
	Sig.	0,965	0,537	0,477
Tamanho	Coeficiente	0,811	0,720	-0,305
	Sig.	0,000	0,000	0,000
Liquidez corrente	Coeficiente	0,012	0,007	-0,003
	Sig.	0,027	0,593	0,214
<b>R2</b>		<b>0,723</b>	<b>0,223</b>	<b>0,901</b>
<b>R2 Ajustado</b>		<b>0,577</b>	<b>0,133</b>	<b>0,849</b>
<b>Durbin-Watson</b>		<b>2,456</b>	<b>1,730</b>	<b>2,142</b>
<b>Estatística F</b>		<b>4,948</b>	<b>2,481</b>	<b>1,727</b>
<b>Sig.</b>		<b>0,000</b>	<b>0,015</b>	<b>0,000</b>

Fonte: Dados da pesquisa.

O poder explicativo individual de cada variável testada indica que “Conselho de administração” não é significativa. Apesar de não ser significativa, a relação desta variável com a estrutura de capital é negativa (ECPC e ELPC) e positiva (ETC), indicando que um maior número de membros no conselho de administração implica em menor utilização de recursos externos como forma de financiamento de seus investimentos de curto e longo prazo. Já quando o endividamento total contábil, o número de membros no conselho de administração afeta de forma positiva. Este resultado positivo apresenta indicativos para apoio a concepção de Kyereboah-Coleman e Biekpe (2006), Abor (2007), Bokpin e Arko (2009) e Sheikh e

Wang (2012) de que empresas com um grande número de membros no conselho de administração têm mais capacidade de levantar fundos de fontes externas, a fim de aumentar o valor da empresa, entretanto, este aspecto precisa ser mais explorado, tendo em vista que a relação não foi significativa.

Apesar de não significativa entre os membros independentes e os níveis de endividamento, a relação também é negativa. Estes resultados apresentam indicativos de que um conselho de administração com um maior número de membros independentes pode acompanhar a gestão de forma mais ativa e, portanto, força a administração a utilizar o financiamento interno como forma de investimento na empresa. Contudo, necessita, de igual forma ao número de membros do conselho de administração, de maiores estudos.

A participação acionária dos cinco maiores acionistas implica de forma significativa em um maior endividamento de curto prazo contábil e um menor endividamento de longo prazo contábil, em organizações do Índice BM&FBovespa de Consumo (ICON). Em relação ao endividamento de curto prazo contábil, esta pesquisa oferece indicativos para apoiar os argumentos de Abor (2007) e Sheikh e Wang (2012) de que os principais acionistas forçam os administradores a aumentarem as dívidas, pois reduz o controle discricionário da administração sobre o fluxo de caixa da empresa, impedindo-os de utilizar os recursos em atividades ineficientes. Quanto ao endividamento de longo prazo contábil, Liu, Tian e Wang (2011) citam que a concentração de ações detidas pelos principais acionistas é relativamente baixa, de tal modo, podem não ter voz nas decisões do endividamento de longo prazo contábil.

Quanto a participação acionária dos diretores, também não se mostrou significativa para os índices de endividamento contábil. Apesar de não significativos, os resultados apontam que os diretores possuem maior capacidade do que os acionistas para forçar a administração a assumir mais dívidas de longo prazo, a fim de reduzir o oportunismo gerencial. Já para assumir dívidas de curto prazo e total, os diretores possuem pouco poder para decisão. Apesar disso, necessita de maiores estudos, uma vez que a relação não foi significativa.

A variável “remuneração dos diretores” mostra-se como uma das características que levam as empresas a terem um maior endividamento contábil total. Tal achado aponta que os diretores das organizações do Índice BM&FBovespa de Consumo (ICON), não se preocupam com os riscos e pressões associadas com o uso de alta alavancagem, mas sim, com uma boa remuneração (SHEIKH; WANG, 2012).

Outra variável explicativa que não se mostrou significante foi a “Dualidade do diretor” para os níveis de endividamento. Embora não significativos, os achados apontam uma relação negativa, o que indica quando o CEO também atua como presidente do conselho, este prefere usar menos dívidas de longo prazo, a fim de evitar a pressão extra e os riscos associados com a empregabilidade da elevada alavancagem de longo prazo (SHEIKH; WANG, 2012), mas não se preocupa em utilizar financiamento externo para investimentos de curto prazo e total. Diante disso, estes achados necessitam de maior respaldo empírico no Brasil.

Os resultados apresentados pelas variáveis de controle estão alinhados as teorias reconhecidas da estrutura de capital. A relação positiva e significativa do tamanho da empresa com o endividamento de curto prazo e de longo prazo contábil está apoiada na Teoria do *Trade Off*, de que as maiores empresas do Índice BM&FBovespa de Consumo (ICON), possuem maior facilidade em obter recursos financeiros externos, visto que possuem um menor risco e probabilidade de falência (BASTOS; NAKAMURA, 2009).

A relação negativa e significativa do tamanho com o endividamento total contábil está alienada com a Teoria do *Pecking Order*. Este resultado aponta que empresas do Índice BM&FBovespa de Consumo (ICON) são menos propensas a possuírem um endividamento total, pois conforme Rajan e Zingales (1995), quanto maior for a empresa, mais complexa é a

organização e maiores serão os custos da assimetria informacional. Assim, as empresas maiores apresentam problemas em conseguir levantar um financiamento externo, utilizando recursos internos como forma de financiamento.

Já a liquidez corrente está apoiada na Teoria do *Trade Off*, visto que a relação foi positiva e significativa. Dessa forma, as companhias pertencentes ao Índice BM&FBovespa de Consumo (ICON) com elevada liquidez podem ter dívidas relativamente mais elevadas, devido à sua maior capacidade de atender as obrigações (HARRIS; RAVIV, 1990).

Por fim, a rentabilidade do ativo total não se mostrou significativa, sendo que um dos motivos da não significância deve-se ao fato de que ocorreu uma grande diversidade entre as empresas, conforme visto na estatística descritiva. Entretanto, os resultados apontam uma relação positiva, indicando um apoio a Teoria do *Trade Off*, pois as empresas do Índice BM&FBovespa de Consumo (ICON) mais rentáveis são mais propensas a terem uma carga tributária alta e baixo risco de falência (RAJAN; ZINGALES, 1995).

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo investigou se os atributos de Governança Corporativa afetam a estrutura de capital das empresas brasileiras pertencentes ao Índice BM&FBovespa de Consumo (ICON). Para consecução do objetivo proposto procedeu-se uma pesquisa descritiva com abordagem quantitativa por meio de análise documental. De um total de 41 empresas pertencentes ao Índice BM&FBovespa de Consumo (ICON), 22 organizações foram analisadas em um período anual de 2010 a 2013.

Para a análise dos resultados foram utilizados diferentes testes estatísticos, como segue: (i) estatística descritiva para descrição dos dados da pesquisa; (ii) correlação de *Pearson* para verificar a intensidade e o sentido das relações entre as variáveis e; (iii) os testes de *Chow*, *LM* de *Breusch-Pagan* e *Hausman* para definir se deve ser utilizado o método *pooling*, efeitos fixos ou aleatórios na regressão de Dados em Painel; (iv) regressão por meio de Dados em Painel de efeitos fixos (ECPC e ETC) e efeitos aleatórios (ELPC) para investigar quais os atributos de Governança Corporativa afetam a estrutura de capital.

Os resultados apontam que a participação acionária dos cinco maiores acionistas, implica em um maior endividamento de curto prazo contábil e um menor endividamento de longo prazo contábil, em organizações do Índice BM&FBovespa de Consumo (ICON). A relação positiva entre concentração de propriedade e o endividamento de curto prazo contábil indica que os acionistas forçam os administradores a aumentarem as dívidas, pois reduz o controle discricionário da administração sobre o fluxo de caixa da empresa, impedindo-os de utilizar os recursos em atividades ineficientes (SHEIKH; WANG, 2012). Quanto a relação negativa com o endividamento de longo prazo contábil, isto pode ser devido a concentração de ações detidas pelos principais acionistas sendo relativamente baixa, assim podem não ter voz nas decisões da estrutura de capital da empresa (LIU; TIAN; WANG, 2011).

A remuneração dos diretores mostra-se como uma das características que levam as empresas a terem um maior endividamento contábil total. Tal achado aponta que os diretores das organizações do Índice BM&FBovespa de Consumo (ICON) não se preocupam com os riscos e pressões associadas ao uso de alta alavancagem, mas sim, com uma boa remuneração (SHEIKH; WANG, 2012).

Apesar de não significativas, as variáveis conselho de administração, participação acionária dos diretores e a dualidade do diretor indicam uma relação tanto positiva como negativa com os níveis de endividamento das empresas. Já a variável membros independentes aponta uma relação negativa com os níveis de endividamento. Estes resultados necessitam de maior respaldo empírico no Brasil.

De modo geral, alguns mecanismos de Governança Corporativa não apresentam influências significativas sobre os níveis de estrutura de capital das empresas brasileiras de

capital aberto do Índice BM&FBovespa de Consumo (ICON). Por outro lado, a participação acionária e a remuneração dos diretores demonstraram-se como as variáveis que impactam de forma significativa na estrutura de capital das empresas. Além disso, o tamanho e o grau de liquidez também impactam na estrutura de capital. Os resultados empíricos sugerem que alguns atributos de Governança Corporativa, em parte, explicam o comportamento de financiamento de empresas do Índice BM&FBovespa de Consumo (ICON).

Este estudo, apesar de suas contribuições no que tange se os atributos de Governança Corporativa afetam a estrutura de capital, possui limitações. Destaca-se como limitação a utilização apenas de um setor da BM&FBovespa, que impossibilita a generalização para todas as empresas de capital aberto. Outra limitação encontra-se nas variáveis de Governança Corporativa utilizadas, visto que pode haver outras variáveis que não foram abordadas neste estudo. Recomenda-se, para trabalhos futuros, que seja ampliada ou alterada a amostra da pesquisa visto que uma nova amostra permitirá a utilização deste estudo para fins de comparabilidade dos resultados. Recomenda-se também a utilização de outras variáveis de Governança Corporativa como determinantes da estrutura de capital.

## REFERÊNCIAS

ABOR, J. Corporate governance and financing decisions of Ghanaian listed firms. **Corporate Governance**. v. 7, n. 1, p. 83-92, 2007.

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

BERGER, P. G.; OFEK, E.; YERMACK, D. L. Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 4, p. 1411-1438, 1997.

BIANCHI, M.; SILVA, C. V. da; GELATTI, R.; ROCHA, J. M. L. da. A evolução e o perfil da Governança Corporativa no Brasil: um levantamento da produção científica no EnANPAD entre 1999 e 2008. **ConTexto**, v. 9, n. 15, p. 1-26, 2009.

BOKPIN, G. A.; ARKO, A. C. Ownership structure, corporate governance and capital structure decisions of firms. **Studies in Economics and Finance**, v. 26, n. 4, p. 246-256, 2009.

BUSHMAN, R.; SMITH, A. Financial accounting information and corporate governance. **The Journal of Accounting and Economics**, v. 32, n. 1, p. 237-333, 2001.

CUNHA, P. R. da; POLITELO, L. Determinantes do nível de Governança Corporativa das empresas brasileiras de capital aberto do setor de consumo cíclico da BM&FBovespa. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 6, n. 2, p. 211-235, 2013.

DEMIRGUÇ-KUNT, A.; MAKSIMOVIC, V. Institutions, financial markets, and firm debt maturity. **Journal of Financial Economics**, v. 54, n. 3, p. 295-336, 1999.

FAMA, E. F.; JANSEN, M. C. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 301-325, 1983.

GANIYU, Y. O.; ABIODUN, B. Y. The impact of corporate governance on capital structure decision of nigerian firms. **Research Journal in Organizational Psychology & Educational Studies**, v. 1, n. 2, p. 121-128, 2012.

GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

GOMPERS, P.; ISHII, J.; METRICK, A. Corporate governance and equity prices. **Quarterly Journal of Economics**, v.118, n.1, p. 107-155, 2003.

GROSSMAN, S. J.; HART, O. D. Corporate Financial Structure and Managerial Incentives. **The economics of information and uncertainty**, n. 21-79, p. 107-140, 1982.

HARRIS, M.; RAVIV, A. The theory of capital structure. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 1, p. 297-355, 1991.

HIMMELBERG, C.; HUBBARD, G.; LOVE, I. Investor protection, ownership and the cost of capital. **Policy Research Working Paper**, 2004.

HIMMELBERG, C.; HUBBARD, G.; PALIA, D. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. **Journal of Financial Economics**, v. 53, n. 3, p. 353-384, 1999.

HUSSAINEY, K.; ALJIFRI, K. Corporate governance mechanisms and capital structure in UAE. **Journal of Applied Accounting Research**, v. 13, n. 2, p. 145-160, 2012.

IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. 2014. **Governança Corporativa**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=1816>>. Acesso em: 18 jul. 2014.

JENSEN, M. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeover. **American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 323-339, 1986.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

KHANCHEL, I. Corporate governance: measurement and determinant analysis. **Managerial Auditing Journal**, v. 22, n. 8, p. 740-760, 2007.

KLAPPER, L. F.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **Journal of Corporate Finance**, v. 10, n. 5, p. 703-728, 2004.

KYEREBOAH-COLEMAN, A.; BIEKPE, N. Corporate Governance and Financing Choices of Firms: A Panel Data Analysis. **South African Journal of Economics**, v. 74, n. 4, p. 670-681, 2006.

LEAL, R. P. C.; SAITO, R. Finanças corporativas no Brasil. **Revista de Administração de Empresas**, v. 2, n. 2, p. 1-15, 2003.

LIU, Q.; TIAN, G.; WANG, X. The effect of ownership structure on leverage decision: new evidence from Chinese listed firms. *Journal of the Asia Pacific Economy*, v.16, n. 2, p. 254-276, 2011.



MARCONI, M. de A.; LAKATOS, E. M.. **Fundamentos de metodologia científica**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

MARTINS, G. de A.; THEÓPHILO, C. R. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

MYERS, S. Financing of Corporations. **Handbook of the economics of finance**, v.1, p. 215-253, 2002.

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, v.13, n. 2, p. 187-221, 1984.

PADOVEZE, C. L.; BENEDICTO, G. C. de. **Análise das Demonstrações Financeiras**. 3. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2011.

RAJAN, R. G.; ZINGALES, L. What do we know about capital structure? some evidence from international data. *The Journal of Finance*, v. 50, n. 5, p. 1421-1460, 1995.

SHEIKH, N. A.; WANG, Z. Effects of corporate governance on capital structure: empirical evidence from Pakistan. **Corporate Governance**, v. 12, n. 5, p. 629-641, 2012.

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

SILVEIRA, A. D. M. da; BARROS, L. A. B. de C. Determinantes da qualidade da Governança Corporativa das companhias abertas brasileiras. **Revista Eletrônica de Administração**, v. 14, n. 3, p. 1-29, 2008.

SILVEIRA, A. D. M. da; PEROBELLI, F. F. C.; BARROS, L. A. B. de C. Governança Corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 12, n. 3, p. 763-788, 2008.

SLOAN, R. G. Financial accounting and corporate governance: a discussion. **Journal of Accounting and Economics**. v. 32, n. 1, p. 335-347, 2001.

WEISBACH, M. S. Outside Directors and CEO Turnover. **Journal of Financial Economics**, v. 20, p. 431-460, 1988.

WIWATTANAKANTANG, Y. An empirical study on the determinants of the capital structure of Thai firms. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 7, n. 3, p. 371-403 1999.