



REVISTA AMBIENTE CONTÁBIL
Universidade Federal do Rio Grande do Norte
ISSN 2176-9036

Vol. 9. n. 1, jan./jun. 2017

Sítios: <http://www.periodicos.ufrn.br/ambiente>

<http://ccsa.ufrn.br/ojs/index.php?journal=contabil>

<http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/Ambiente>

Artigo recebido em: 30.01.2016. Revisado por pares em:
05.04.2016. Reformulado em: 29.06.2016. Avaliado pelo sistema
double blind review.

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

**THE EFFECTS OF CORPORATE GOVERNANCE IN CAPITAL STRUCTURE: AN
ANALYSIS IN BRAZILIAN BELONGING TO INDEX BM&FBOVESPA
CONSUMPTION (ICON)**

**LOS EFECTOS DE GOBIERNO CORPORATIVO EN ESTRUCTURA DE CAPITAL:
UN ANÁLISIS DE BRAZIL EN PERTENECIENTES AL ÍNDICE BM&FBOVESPA
CONSUMO (ICON)**

Autores

Mara Vogt

Doutoranda em Ciências Contábeis e Administração pela Universidade Regional de
Blumenau – FURB - Mestre em Ciências Contábeis pelo Programa de Pós-Graduação em
Ciências Contábeis da Universidade Regional de Blumenau (PPGCC/FURB). Endereço: Rua
Antônio da Veiga 140 Sala D-202, Bairro Vitor Konder – Caixa Postal 1507. CEP: 89012-900
- Blumenau/SC – Brasil - Telefone: (47) 3321-0565
E-mail: maravogtcco@gmail.com

Itzhak David Simão Kaveski

Doutorando em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC -
Mestre em Ciências Contábeis pela Universidade Regional de Blumenau – FURB -
Professor de Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal de Mato
Grosso do Sul – UFMS/CPAN. Endereço: Avenida Rio Branco, 1.270, Sala H 221, Bairro
Universitário CEP: 79304-020 – Corumbá/MS – Brasil - Telefone: (67) 3234-6861
E-mail: itzhak.kaveski@ufms.br

Larissa Degenhart

Doutoranda em Ciências Contábeis e Administração pela Universidade Regional de
Blumenau – FURB - Mestre em Ciências Contábeis pelo Programa de Pós-Graduação em
Ciências Contábeis da Universidade Regional de Blumenau (PPGCC/FURB) - Endereço: Rua
Antonio da Veiga 140 Sala D-202, Bairro Vitor Konder – Caixa Postal 1507. CEP: 89012-900
- Blumenau/SC – Brasil - Telefone: (47) 3321-0565
E-mail: lari_ipo@hotmail.com

Arnaldo da Conceição Monje

Graduando em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Mato Grosso do Sul -
UFMS/CPAN - Endereço: Avenida Rio Branco, 1.270, Sala H 221, Bairro Universitário

CEP: 79304-020 – Corumbá/MS – Brasil - Telefone: (67) 3234-6861
E-mail: arnaldinho_monje@hotmail.com

Nelson Hein

Doutor e Mestre em Engenharia de Produção pela Universidade Federal de Santa Catarina - UFSC. Pós-Doutorado pelo IMPA - Associação Instituto Nacional de Matemática Pura e Aplicada e, pela Anderson School of Management da Universidade do Novo México (EUA). Professor do Departamento de Matemática da Universidade Regional de Blumenau. Professor permanente no Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (PPGCC) da Universidade Regional de Blumenau - FURB. Endereço: Rua Antônio da Veiga, 140 – Sala C 202 - Bairro Victor Konder – Caixa Postal 1507 - CEP: 89012-900 – Blumenau/SC – Brasil - Telefone: (47) 3321-0565
E-mail: hein@furb.br

RESUMO

A Governança Corporativa exerce papel importante nas organizações, visto que suas práticas podem ser determinantes para a estrutura de capital das empresas e alvo de interesse dos empresários. 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). Realizou-se uma pesquisa descritiva, quantitativa e documental. A população do estudo compreendeu 41 empresas pertencentes ao Índice BM&FBovespa de Consumo (ICON) e a amostra foi composta de 22 organizações. Os dados são do período 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 principais 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 (ICON).

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

ABSTRACT

Corporate governance plays an important role in organizations, since their practices may be crucial to the capital structure of companies and target of interest to entrepreneurs. This study aimed to investigate the attributes of Corporate Governance affect the capital structure of Brazilian companies belonging to the BM&FBovespa consumption (ICON). We conducted a descriptive, quantitative and documentary research. The study population comprised 41 companies belonging to the BM&FBovespa consumption (ICON) and the sample was composed of 22 organizations. Data are from the 2010 to 2013 period for the data analysis used the descriptive analysis, Pearson correlation and regression Data Dashboard. The main results of the study indicated that some mechanisms of Corporate Governance do not have significant influences on capital structure levels of Brazilian companies to open ICON capital. On the other hand, the shareholding and remuneration of directors is shown as the variables that impact significantly on the capital structure of companies. In addition, the size and the degree of liquidity also impacted the capital structure. It follows from the empirical results,

the attributes of Corporate Governance, in part, explain the business financing behavior of the BM&FBovespa consumption (ICON).

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

RESUMEN

El gobierno corporativo juega un papel importante en las organizaciones, ya que sus prácticas pueden ser cruciales para la estructura de capital de las empresas y de destino de interés para los empresarios. Este estudio tuvo como objetivo investigar los atributos de gobierno corporativo afecta a la estructura de capital de las empresas brasileñas que pertenecen al consumo de BM&FBovespa (ICON). Se realizó una investigación descriptiva, cuantitativa y documental. La población del estudio comprendió 41 empresas pertenecientes al consumo de BM&FBovespa (ICON) y la muestra se compone de 22 organizaciones. Los datos son del periodo de 2010 a 2013 para el análisis de datos utilizado el análisis descriptivo, correlación de Pearson y la regresión del tablero de instrumentos de datos. Los principales resultados del estudio indicaron que algunos de los mecanismos de gobierno corporativo no tienen influencias significativas en los niveles de la estructura de capital de las empresas brasileñas de capital para abrir ICON. Por otro lado, la participación y la remuneración de los consejeros se muestra como las variables que impactan significativamente en la estructura de capital de las empresas. Además, el tamaño y el grado de liquidez también afectaron la estructura de capital. Se desprende de los resultados empíricos, los atributos de Gobierno Corporativo, en parte, explican el comportamiento de financiación de las empresas del consumo de BM&FBovespa (ICON).

Palabras clave: Gobierno Corporativo; Estructura de capital; BM&FBovespa consumo (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 da Governança Corporativa. Deste modo, as práticas de Governança Corporativa podem ser consideradas determinantes para a constatação de recursos próprios ou de terceiros e influenciar a estrutura de capital das empresas (SILVEIRA; PEROBELLI; BARROS, 2008). Os estudos de Kyereboah-Coleman e Biekpe (2006), Abor (2007), Bokpin e Arko (2009), Sheikh e Wang (2012) e Sousa (2013) corroboram com esta afirmação de Silveira, Perobelli e Barros (2008), de que Governança Corporativa apresenta influência sobre a estrutura de capital das empresas.

Nesse sentido, na economia capitalista o financiamento para viabilizar empreendimento é considerado algo crucial para o crescimento das empresas e do país da 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).

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 acionista 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, 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 um conjunto de mecanismos que possuem o intuito de aumentar as

possibilidades de os 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, atrai 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).

Estudos foram realizados com o intuito de verificar os efeitos da Governança Corporativa na estrutura de capital: 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 à 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 Khanchel (2007) as empresas que são bem administradas e possuem maior qualidade de governança, podem ser mais rentáveis, sendo que quando a Governança Corporativa é eficiente nas empresas, isto garante em determinadas situações a otimização dos recursos. O estudo justifica-se ainda pois, a Governança Corporativa surge como uma solução para um melhor controle da empresa, visto que minimiza os conflitos de interesse entre os agentes da organização. Além disso, tem como intuito, reduzir os custos de capital e conseqüentemente, aumentar o valor da empresa e o retorno aos seus acionistas, o que reflete na estrutura de capital das empresas (SOUSA, 2013). Deste modo, constata-se a relevância que a Governança Corporativa apresenta sobre a estrutura de capital.

A escolha do Índice BM&FBovespa de Consumo (ICON) pela relevância deste setor no mercado de capitais, fato que motivou a BM&FBovespa criá-lo, pois busca medir o comportamento das ações das empresas representativas dos setores de consumo cíclico e não cíclico. De acordo com Cunha e Polítelo (2013), o setor de consumo cíclico compreende o maior número de segmentos e o de consumo não cíclico o segundo maior, ou seja, existe uma diversidade de segmentos neste setor, o que pode apresentar atributos de Governança Corporativa diferenciados. 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 tomem melhores decisões acerca do investimento em determinada empresa, a partir da análise da influência da Governança Corporativa na estrutura de capital. Nesse mesmo sentido, 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 o financiamento da dívida a um custo menor, melhorando seu desempenho.

A contribuição deste estudo para a academia se deve ao fato de que as empresas podem verificar a partir dos resultados desta pesquisa, quais os atributos devem ser levados em consideração para otimizarem sua estrutura de capital, com vistas a possibilitar melhores retornos às partes interessadas.

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 membros 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 (principais), envolvem outras (agente), para realizar determinado serviço em seu nome.

Nesse sentido, 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 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 afetar o resultado do controle corporativo.

Estas teorias sobre Estrutura de Capital buscam explicar as proporções de dívida e capital que a empresa apresenta em seu balanço patrimonial. No entanto, as teorias se diferem na ênfase relacionada sobre os fatores que podem afetar a escolha entre a dívida e capital próprio. Dentre os fatores, encontram-se os custos de agência, impostos, diferenças nas informações e os efeitos das imperfeições de mercado (MYERS, 2002).

Conforme Silveira, Perobelli e Barros (2008), diferentes argumentos teóricos relacionados à estrutura de capital foram agrupados em campos concorrentes (Teoria do *Trade-Off* versus Teoria do *Pecking Order*). 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, 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.

Já a segunda teoria, ou seja, a do *Pecking Order*, 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.

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 (DEMIRGUÇ-KUNT; MAKSIMOVIC, 1999).

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 afetam as decisões de financiamento das empresas dos Emirados Árabes. Os resultados indicaram que não houve associação significativa entre os mecanismos de Governança Corporativa e a estrutura de capital.

2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA

A Governança Corporativa sob o aspecto econômico-financeiro foi proposta por Shleifer e Vishny (1997) os quais destacam que os investidores se sentem protegidos quando aplicam recursos em empresas que adotam as práticas da Governança Corporativa. 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. 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.

Silveira, Perobelli e Barros (2008), destacam que um relevante mecanismo de Governança Corporativa é a estrutura de capital, 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.

Sloan (2001) ressalta que a Governança Corporativa se preocupa 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.

Silveira e Barros (2008) destacam que os 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 o 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.

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, sendo um mecanismo para monitorar a gestão.

2.3 HIPÓTESES DA PESQUISA

Segundo Sheikh e Wang (2012), o conselho de administração é o órgão mais alto de tomada de decisões de uma organização. Possui como responsabilidade, fornecer orientação estratégica aos superiores para garantir o crescimento da empresa e maximizar o retorno para os investidores. Além disso, o conselho de administração objetiva o monitoramento e disciplina dos gerentes. Evidências teórico-empíricas sugerem que o tamanho do conselho de administração influencia positivamente na estrutura de capital das empresas (WEN; RWEGASIRA; BILDERBEEK, 2002; KYEREBOAH-COLEMAN; BIEKPE, 2006; ABOR, 2007; BOKPIN; ARKO, 2009; SHEIKH; WANG, 2012). Essa relação existe, pois conforme Jensen (1986) as empresas com alto endividamento possuem uma elevada quantidade de membros dentro do conselho. Por fim, Abor (2007) relata que o conselho busca maior endividamento para aumentar o valor da empresa e que uma maior participação no conselho pode resultar em dificuldades para se chegar a um consenso na tomada de decisões. Assim, estes conflitos decorrentes de tamanho do conselho, podem resultar em um enfraquecimento da Governança Corporativa e alto endividamento. Com base nestes argumentos, foi definida a primeira hipótese da pesquisa:

H1: Quanto maior for o tamanho do conselho de administração, maior será o endividamento da empresa.

Outra variável de Governança Corporativa utilizada pelos autores (WEN; RWEGASIRA; BILDERBEEK, 2002; KYEREBOAH-COLEMAN; BIEKPE, 2006; ABOR, 2007; BOKPIN; ARKO, 2009; SHEIKH; WANG, 2012) para determinar a estrutura de capital é a independência do conselho de administração. O membro independente do conselho de administração é apreciado devido ao seu conhecimento, visão ampla e a independência da administração. Um alto grau de independência do conselho, permite que os membros externos monitorem mais as ações da gestão e tomem as medidas de governança adequadas, o que pode envolver até mesmo as demissões de alguns dos gestores de topo (SHEIKH; WANG, 2012). De acordo com Jensen (1986), as empresas com maior endividamento preferem ter mais membros externos, enquanto as empresas com baixo percentual de membros externos possuem um menor endividamento. Por fim, Abor (2007) relata que uma grande proporção de membros externos está positivamente relacionada com um elevado endividamento. Neste contexto, define-se a segunda hipótese:

H2: Quanto maior for a independência do conselho de administração, maior será o endividamento da empresa.

A concentração de ações pelos *blockholders* (os acionistas que possuem uma grande quantidade de ações da organização) também tem sido utilizado para verificar o financiamento externo das empresas (BERGER; OFEK; YERMACK, 1997; FRIEND; LANG, 1988; FOSBERG, 2004; SHEIKH; WANG, 2012). Para Sheikh e Wang (2012) a participação acionária dos *blockholders* pode ajudar a mitigar os problemas de agência entre gestores e acionistas. Com base nos autores, os *blockholders* têm mais capacidade do que os acionistas dispersos de influenciar as decisões da administração, além de poderem exigir níveis de endividamento mais elevados devido ao baixo custo em comparação com a nova emissão de ações. Na pesquisa de Friend e Lang (1988), os autores descobriram que a presença de um *blockholder* está relacionado com níveis mais elevados de financiamento da dívida por parte da empresa. Berger, Ofek e Yermack (1997), também identificaram que a

presença de um *blockholder* está associada com níveis mais elevados de endividamento. Com base nas argumentações acima descritas, foi definida a terceira hipótese do estudo:

H3: Quanto maior for a participação acionária dos *blockholders*, maior será o endividamento da empresa.

A participação acionária dos diretores também tem se apresentado um importante fator para explicar o endividamento das empresas. Jensen e Meckling (1976) argumentam que a participação acionária dos diretores faz com que os interesses do gerente e acionistas externos se tornem mais alinhados. Assim, os custos de agência de equidade podem ser reduzidos por meio do aumento da proporção de propriedade dos gestores na empresa. De acordo com Cheng, Nagar e Rajan (2005), na medida que o endividamento da empresa aumenta, maior será a participação acionária dos diretores. Driffield, Vidya e Sarmistha, (2005) salientam que, maior concentração da propriedade está associada com maior alavancagem, independentemente de uma empresa ser de propriedade familiar ou não. Bokpin e Arko (2009) relataram uma relação positiva e significativa entre a participação acionária dos diretores e a estrutura de capital. Com base nestes argumentos, definiu-se a quarta hipótese:

H4: Quanto maior for a participação acionária dos diretores, maior será o endividamento da empresa.

Conforme Sheikh e Wang (2012), o CEO da organização possui como responsabilidade executiva, gerenciar os negócios da empresa e lidar com os assuntos do conselho. Quando o CEO da empresa também é o presidente do conselho de administração, ocorre a dualidade, a qual oferece a direção clara de um único líder, juntamente com uma resposta mais rápida para eventos externos. Estudos correlatos indicaram que a dualidade do CEO também influencia a decisão de financiamento da empresa (KYEREBOAH-COLEMAN; BIEKPE, 2006; ABOR, 2007; BOKPIN; ARKO, 2009; SHEIKH; WANG, 2012). Abor (2007) relata que organizações que têm o CEO como o presidente do conselho, tendem a empregar um maior endividamento. Por fim, Bokpin e Arko (2009) relatam que as empresas que apresentam dualidade do CEO, serão mais propensas a usar capital externo ao invés de emitir novas ações. Com base nas argumentações acima descritas, foi definida a quinta hipótese:

H5: Quando existir a dualidade do CEO, maior será o endividamento da empresa.

Para Wen, Rwegasira e Bilderbeek (2002), outra variável de Governança Corporativa relacionada a estrutura de capital das empresas é a remuneração dos diretores. Com base nos autores, os diretores com boas compensações, podem exercer menor influência para reduzir o risco financeiro e manter o seu emprego para receber um bom salário e bônus. De acordo com Sheikh e Wang (2012), a remuneração motiva os gestores a escolher as ações que aumentam a riqueza do acionista. Tanto Wen, Rwegasira e Bilderbeek (2002) como Sheikh e Wang (2012), encontraram uma relação negativa entre a remuneração dos diretores e o endividamento da empresa. De tal modo, foi definida a sexta hipótese do estudo:

H6: Quanto maior for a remuneração dos diretores, menor será o endividamento da empresa.

3 METODOLOGIA

Este estudo caracteriza-se quanto ao objetivo como descritivo. Neste sentido, esta pesquisa 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. 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 disponíveis no sítio da BM&FBovespa.

Estes formulários de referência apresentaram os dados cadastrais da empresa, informações relacionadas à Governança Corporativa, econômicas e financeiras. Ressalta-se que todas as empresas de capital aberto devem enviar este documento anualmente à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e disponibilizar à sociedade, sendo que o mesmo, auxilia os investidores para a tomada de decisão no mercado acionário (BM&FBovespa, 2016). No que tange à abordagem dada ao problema de pesquisa, esta classifica-se como quantitativa com aplicação da regressão de Dados em Painel.

A população do estudo é composta pelas organizações pertencentes ao Índice BM&FBovespa de Consumo (ICON), perfazendo um total de 41 companhias. A amostra da pesquisa compreendeu 22 empresas, que apresentaram todas variáveis necessárias para análise, constituindo um total de 88 observações. As variáveis utilizadas para a análise da pesquisa apresentam-se no Quadro 1.

Quadro 1 – Variáveis utilizadas no estudo

Dados	Variável	Proxy	Autores
Dependentes	Endividamento Total Contábil	$\frac{\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo não Circulante}}{\text{Ativo Circulante} + \text{Ativo não Circulante}}$	Wen, Rwegasira e Bilderbeek (2002); Fosberg (2004); Kyereboah-Coleman e Biekpe (2006); Abor (2007); Bastos e Nakamura (2009); Bokpin e Arko (2009); Sheikh e Wang (2012).
	Endividamento de Curto Prazo Contábil	$\frac{\text{Passivo Circulante}}{\text{Ativo Circulante} + \text{Ativo não Circulante}}$	Kyereboah-Coleman e Biekpe (2006); Bastos e Nakamura (2009); Bokpin e Arko (2009); Sheikh e Wang (2012).
	Endividamento de Longo Prazo Contábil	$\frac{\text{Passivo não Circulante}}{\text{Ativo Circulante} + \text{Ativo não Circulante}}$	Kyereboah-Coleman e Biekpe (2006); Bastos e Nakamura (2009); Bokpin e Arko (2009); Sheikh e Wang (2012).
Explicativas	Conselho de administração	LOG do número total de membros do conselho de administração	Wen, Rwegasira e Bilderbeek (2002); Kyereboah-Coleman e Biekpe (2006); Abor (2007); Bokpin e Arko (2009); Sheikh e Wang (2012).
	Membros independentes	$\frac{\text{Número total de membros independentes}}{\text{Número total de membros do conselho de administração}}$	Wen, Rwegasira e Bilderbeek (2002); Kyereboah-Coleman e Biekpe (2006); Abor (2007); Bokpin e Arko (2009); Sheikh e Wang (2012).
	Participação acionária dos <i>blockholders</i>	$\frac{\text{Número total de ações detidas pelos cinco maiores acionistas}}{\text{Número total de ações em circulação}}$	Fosberg (2004); Bokpin e Arko (2009); Sheikh e Wang (2012).
	Participação acionária dos diretores	$\frac{\text{Número de ações detidas pelos CEOs e diretores}}{\text{Número total de ações em circulação}}$	Fosberg (2004); Bokpin e Arko (2009); Sheikh e Wang (2012).
	Remuneração dos diretores	LOG da remuneração total dos diretores	Wen, Rwegasira e Bilderbeek (2002); Sheikh e Wang (2012).
	Dualidade do diretor	Variável <i>dummy</i> , 1 se CEO é o presidente do conselho, 0 caso contrário	Kyereboah-Coleman e Biekpe (2006); Abor (2007); Bokpin e Arko (2009); Sheikh e Wang (2012).

Controle	Tamanho	LN da receita operacional líquida	Bastos e Nakamura (2009); Bokpin e Arko (2009); Sheikh e Wang (2012).
	Liquidez Corrente	$\frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$	Bastos e Nakamura (2009); Sheikh e Wang (2012).
	Rentabilidade do Ativo Total	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Circulante} + \text{Ativo não Circulante}}$	Wen, Rwegasira e Bilderbeek (2002); Abor (2007); Bastos e Nakamura (2009); Sheikh e Wang (2012).

Fonte: Dados da pesquisa.

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 de Dados em Painel de efeitos fixos (ECPC e ETC) e efeitos aleatórios (ELPC) por meio do *software* estatístico STATA[®] para investigar quais os atributos de Governança Corporativa influenciam a estrutura de capital.

Justifica-se a utilização do método de regressão de Dados em Painel, pois conforme Wooldridge (2012), o mesmo possibilita analisar uma série temporal para cada membro do corte transversal do conjunto de dados e ainda, elimina os efeitos das variáveis que foram excluídas, a partir do estudo das variações na variável dependente, durante os anos. Biagni (2003, p. 75), complementa que “é um dos métodos mais usuais no meio acadêmico para se analisar os efeitos que algumas variáveis exercem, ou que parecem exercer, sobre outras”. O modelo econométrico utilizado no estudo, para os honorários de auditoria é apresentado a seguir:

$$END_{it} = \beta_{0it} + \beta_1 CA_{it} + \beta_2 MI_{it} + \beta_3 PAB_{it} + \beta_4 PAD_{it} + \beta_5 DUAL_{it} - \beta_6 RD_{it} + \beta_{7-9} CONTROL_{it} + \varepsilon_{it}$$

Ao qual END são as variáveis de endividamento (curto, longo e total) da empresa, CA é o LOG do número total de membros do conselho de administração, MI é a relação do número de membros dentro do conselho de administração, PAB é o percentual de ações detidas pelos cinco maiores acionistas (*blockholders*), PAD é o percentual de ações detidas pelos CEOs e diretores, DUAL é a dualidade do diretor, RD é o LOG da remuneração total dos diretores e CONTROL são as variáveis de controle. Como apresentado na formulação das hipóteses, espera-se uma relação positiva de quase todas as variáveis explicativas, ficando apenas a remuneração dos diretores como negativa.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO 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
Painel A – Variáveis Dependentes						
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
Painel B – Variáveis Explicativas						
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 dos <i>blockholders</i>	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
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
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
Painel C – Variáveis de Controle						
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. Verificou-se ainda que as empresas desse Índice utilizam mais recursos de curto prazo do que de longo prazo em todos os anos analisados.

Quanto aos atributos de Governança Corporativa, verificou-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. Contudo, averiguou-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, 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 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*, que visa verificar a correlação entre as variáveis. A Tabela 2 apresenta os resultados da correlação de *Person*.

Tabela 2 – Correlação de *Pearson* entre as variáveis

Painel A – Correlação entre as variáveis dependentes e explicativas						
	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
Painel B – Correlação entre as variáveis dependentes e de controle						
	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			
Painel C – Correlação entre as variáveis explicativas						
	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 dos <i>blockholders</i>	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
Painel D – Correlação entre as variáveis explicativas e de controle						
	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
Painel E – Correlação entre as variáveis de controle						
	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 demonstraram 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. Inicialmente, 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 apresentam-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	Coefficiente	-1,827	1,742	0,347
	Sig.	0,065***	0,204	0,473
Conselho de administração	Coefficiente	-0,147	-1,262	0,428
	Sig.	0,741	0,085***	0,055***
Membros independentes	Coefficiente	-0,220	-0,126	-0,055
	Sig.	0,223	0,735	0,533
Participação acionária dos <i>blockholders</i>	Coefficiente	0,626	-0,802	0,003
	Sig.	0,006*	0,022**	0,981
Participação acionária dos diretores	Coefficiente	-0,182	0,648	-0,349
	Sig.	0,698	0,543	0,137
Dualidade do diretor	Coefficiente	0,077	-0,042	0,049
	Sig.	0,347	0,821	0,233
Remuneração dos diretores	Coefficiente	-0,098	-0,338	0,125
	Sig.	0,374	0,111	0,025**
Rentabilidade do ativo total	Coefficiente	0,000	0,001	0,000
	Sig.	0,965	0,537	0,477
Tamanho	Coefficiente	0,811	0,720	-0,305
	Sig.	0,000*	0,000*	0,000*
Liquidez corrente	Coefficiente	0,012	0,007	-0,003
	Sig.	0,027**	0,593	0,214
R2		0,723	0,223	0,901
R2 Ajustado		0,577	0,133	0,849
Durbin-Watson		2,456	1,730	2,142
Estatística F		4,948	2,481	1,727
Sig.		0,000	0,015	0,000

*A relação é significativa no nível 0,01.

**A relação é significativa no nível 0,05.

***A relação é significativa no nível 0,10.

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme os resultados apresentados na Tabela 3, aceita-se a hipótese H_1 desta pesquisa, em concordância com os estudos (KYEREBOAH-COLEMAN; BIEKPE, 2006; ABOR, 2007; BOKPIN; ARKO, 2009; SHEIKH; WANG, 2012), que quanto maior for o tamanho do conselho de administração, maior será o endividamento da empresa. A relação positiva entre o endividamento total da empresa e o tamanho do conselho de administração ocorreu provavelmente, pelo fato 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 (SHEIKH; WANG, 2012).

Entretanto, a relação foi negativa e significativa para o endividamento de longo prazo, rejeitando a hipótese **H₁** para esta variável, achado também encontrado por Wen, Rwegasira e Bilderbeek (2002). Este resultado deve-se ao fato que devido as dificuldades da organização em coordenar grandes grupos de conselheiros, o tamanho do conselho é negativamente relacionado com a capacidade de aconselhar e se envolver no planejamento estratégico de longo prazo (JENSEN, 1993). Para o endividamento de curto prazo, não se verifica relação estatisticamente significativa, o que implica na rejeição da hipótese **H₁** para este nível de endividamento.

Quanto à independência do conselho, não se verifica relação estatisticamente significativa, contrariando a noção de que companhias em que o conselho de administração com um maior número de membros independentes, pode acompanhar a gestão de forma mais ativa. Portanto, força a administração a utilizar o financiamento interno como forma de investimento na empresa (ABOR, 2007; SHEIKH; WANG, 2012). Diante destes resultados, não se aceita a hipótese **H₂**.

A participação acionária dos *blockholders* apresentou uma relação positiva e significativa para o endividamento de curto prazo e negativa para o de longo prazo e não significativa para o total, o que leva a aceitar a hipótese **H₃** da pesquisa para o curto prazo e rejeitar a hipótese para o longo prazo e total. 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 forcem 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.

Já a participação acionária dos diretores, também não se mostrou significativa para os índices de endividamento contábil. Assim, refuta-se a ideia de que à medida que o endividamento da empresa aumenta, maior será a participação acionária dos diretores, pois os estes possuem maior capacidade do que os acionistas para forçar a administração a assumir mais dívidas, a fim de reduzir o oportunismo gerencial (CHENG; NAGAR; RAJAN, 2005; DRIFFIELD; VIDYA; SARMISTHA, 2005; BOKPIN; ARKO, 2009). Os resultados expostos implicam na rejeição da hipótese **H₄**.

Ainda de acordo com a Tabela 3, rejeita-se a hipótese **H₅** do estudo, visto que a dualidade do diretor não se mostrou significante em nenhum nível de endividamento. Assim, refuta-se o entendimento de que empresas com dualidade do CEO, serão mais propensas a usar capital externo ao invés de emitir novas ações (BOKPIN; ARKO, 2009).

A última hipótese **H₆**, da pesquisa também foi rejeitada neste estudo, pois a remuneração dos diretores apresentou uma relação positiva e significativa com o endividamento total e não significativa com o curto e longo prazo. Tal achado para o endividamento total, 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).

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 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.

Diante dos resultados supracitados, nota-se que o tamanho do conselho de administração, participação acionária dos *blockholders* e a remuneração dos diretores, são variáveis de Governança Corporativa que influenciam de forma significativa na estrutura de capital das empresas analisadas. Além disso, as variáveis de controle, tais como, o tamanho e o grau de liquidez também impactaram na estrutura de capital. Deste modo, alguns atributos de Governança Corporativa, explicam o comportamento de financiamento (estrutura de capital) das empresas do Índice BM&FBovespa de Consumo (ICON).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os resultados apontam que quanto maior for o tamanho do conselho de administração, maior será o endividamento total da empresa, pois os conselheiros buscam levantar fundos de fontes externas, a fim de aumentar seu valor (SHEIKH; WANG, 2012). Tal achado, confirma a hipótese **H₁** da pesquisa. Contudo, para o endividamento de curto e longo prazo, a hipótese **H₁** foi rejeitada, pois para o curto prazo, a relação não se mostrou significativa e, para o longo prazo, apresentou uma relação negativa e significativa.

Por sua vez, não se observa relação significativa da variável membros independentes com os três níveis de endividamento, ressaltando-se que a empresa que possui um alto percentual de membros externos dentro do conselho, não é suficiente para influenciar na utilização de financiamento externo dentro da organização. Assim, refuta-se a hipótese **H₂** da pesquisa.

Já a participação acionária dos *blockholders*, 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). Assim, aceita-se a hipótese **H₃** da pesquisa para este nível de endividamento. 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). Para o endividamento total, não se encontrou uma relação significativa. Deste modo, refuta-se a hipótese **H₃** da pesquisa para estes dois níveis de endividamento.

As variáveis participação acionária dos diretores e dualidade do diretor, também não se mostraram significativas para os índices de endividamento contábil, ou seja, não se pode confirmar que quanto maior for a participação acionária dos diretores e quando a empresa possuir a dualidade do CEO, maior será o seu endividamento. Dessa forma, rejeitam-se a hipótese **H₄** e **H₅** da pesquisa.

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). Contudo, o achado contradiz a hipótese H_5 , pois esperava-se uma relação negativa. Além disso, para o endividamento de curto e longo prazo, a hipótese também foi refutada, visto que não foi significativa a relação.

De modo geral, alguns mecanismos de Governança Corporativa não apresentaram influência significativa sobre os níveis de estrutura de capital das empresas brasileiras de capital aberto do Índice BM&FBovespa de Consumo (ICON). Por outro lado, o tamanho do conselho, a participação acionária dos *blockholders* e a remuneração dos diretores demonstraram-se como as variáveis que impactam de forma significativa na estrutura de capital das empresas. 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).

Para tanto, ressalta-se a importância acerca da Governança Corporativa e estrutura de capital das empresas, visto que os investidores a partir dos resultados deste estudo poderão verificar que a participação acionária, remuneração dos diretores (Governança Corporativa), tamanho e grau de liquidez influenciam a estrutura de capital das empresas analisadas. Sugere-se para estudos futuros, a utilização de outros setores da BM&FBovespa, o que permitirá a utilização deste estudo para fins de comparabilidade dos resultados. Além disso, recomenda-se 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.

BIAGNI, F. L. **Fatores determinantes da estrutura de capital das empresas de capital aberto no Brasil: uma análise em painel**. 2003. Dissertação (Mestrado em Administração) - Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, PUC/RJ, 2003.

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.

BOVESPA. **Formulário de Referência**. 2016. Disponível em: <www.bmfbovespa.com.br>. Acesso em: 08 de Abr. 2016.

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

CHENG, S.; NAGAR, V.; RAJAN, M. V. Identifying control motives in managerial ownership: Evidence from antitakeover legislation. **Review of Financial Studies**, v. 18, n. 2, p. 637-672, 2005.

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.

DRIFFIELD, N.; VIDYA, M.; SARMISTHA, P. How Ownership Structure Affects Capital Structure and Firm Performance? **Economics Working Paper Archive EconWPA**, 2005.

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

FOSBERG, R. H. Agency problems and debt financing: leadership structure effects. **Corporate Governance: The international journal of business in society**, v. 4, n. 1, p. 31-38, 2004.

FRIEND, I.; LANG, L. HP. An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure. **The Journal of Finance**, v. 43, n. 2, p. 271-281, 1988.

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.

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

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. C. Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. Corporate Finance, and Takeovers. **American Economic Review**, v. 76, n. 2, 1986.

JENSEN, M. C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. **The Journal of Finance**, 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**, 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.

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.

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

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/Corporate Governance and Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from Brazilian Markets. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 12, n. 3, p. 763, 2008.

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

SOUSA, S. A. C. **Governança Corporativa e Estrutura de Capital: o caso de uma empresa familiar do setor de saúde**. 70 f. Dissertação (Mestre em Administração) - Programa de Pós-graduação em Administração da Universidade Federal de Pernambuco, Pernambuco, 2013.

WEN, Y.; RWEASIRA, K.; BILDERBEEK, J. Corporate governance and capital structure decisions of the Chinese listed firms. **Corporate Governance: An International Review**, v. 10, n. 2, p. 75-83, 2002.

WOOLDRIDGE, J. M. **Introdução à econometria**: uma abordagem moderna. São Paulo: Cengage Learning, 2012.