

## RELAÇÃO ENTRE INDEPENDÊNCIA DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E MATURIDADE DA DÍVIDA EM EMPRESAS COM AÇÕES LISTADAS NA BM&FBOVESPA

Dorival Garcia Junior<sup>1</sup>

Ademir Clemente<sup>2</sup>

Alceu Souza<sup>3</sup>

Rodrigo Oliveira Soares<sup>4</sup>

### RESUMO

Este artigo tem como objetivo investigar a relação entre independência do conselho de administração e maturidade da dívida em empresas com ações listadas na BM&FBOVESPA, considerando o período de 2010 a 2014. Fundamentado na teoria da agência, este artigo fez uso de abordagem explicativa e documental. Foram utilizados modelos baseados em dados em painel, sendo considerada a possibilidade de endogeneidade no modelo econométrico. Os resultados dos testes não trouxeram evidências estatísticas que pudessem corroborar a existência de relação entre independência do conselho de administração e maturidade da dívida. Os achados deste artigo ainda contribuem com outras pesquisas relacionadas, na medida em que mostram os resultados do estudo desta relação, aplicado em uma amostra de empresas brasileiras, ambiente ainda carente de pesquisas neste tema tão importante para a governabilidade das empresas. Cabe ressaltar que as objeções conclusivas desta pesquisa se aplicam apenas ao conjunto de empresas estudadas, haja vista se tratar de uma amostra não probabilística.

**Palavras-chave:** Maturidade da Dívida. Independência do Conselho de Administração. Análise de dados em painel.

### ABSTRACT

*This article aims to investigate the relationship between the independence of the board of directors and the debt maturity in companies with shares listed on the BM& FBOVESPA, considering the period from 2010 to 2014. Based on agency theory, this paper made use of an explanatory and documentary approach. Models based on panel data were used, considering the possibility of endogeneity in the econometric model. The results of the tests did not bring statistical evidence that could corroborate the existence of a relationship between debt maturity and independence of the board of directors. The findings of this article still contribute to other related research, in that it shows the results of the study of this relationship, applied in a sample of Brazilian companies, an environment still lacking in research in this subject so important for corporate governance. It should be noted that the conclusive objections of this research apply only to the set of companies studied, since it is a non-probabilistic sample.*

**Keywords:** Debt Maturity. Independence of the Board of Directors. Panel Data Analysis.

<sup>1</sup> Universidade Federal do Paraná - UFPR. Sociedade Educacional do Vale do Itapocu S/S LTDA - UNIASSELVI/FAMEG. Banco do Brasil S.A

<sup>2</sup> Universidade Federal do Paraná - UFPR

<sup>3</sup> Pontifícia Universidade Católica do Paraná - PUC PR

<sup>4</sup> Universidade Federal do Paraná - UFPR

## Considerações Iniciais

A necessidade de financiamento é uma característica inerente às atividades empresariais, devido, dentre outros fatores, à busca por sobrevivência e crescimento e, na maioria dos casos, à insuficiência de recursos próprios.

Quando os recursos próprios são insuficientes e circunstâncias do mercado viabilizam o uso de recursos de terceiros, os gestores dessas empresas então fazem dívidas. Como forma de obter o maior rendimento possível sobre os recursos obtidos do mercado, bem como do capital próprio investido no negócio, os acionistas dessas empresas procuram controlar a ação dos gestores, que podem empregar esses recursos de forma discricionária e em benefício próprio, principalmente quando os detentores do capital não estão presentes no dia a dia do negócio. O adequado gerenciamento do prazo de vencimento de empréstimos e financiamentos, que são as dívidas de uma empresa, é um dos meios passíveis de serem utilizados por credores e proprietários no monitoramento e disciplina dos gestores. (JENSEN, 1986; STULZ, 2001; HARFORD; LI; ZHAO, 2008).

Nos últimos anos, mais precisamente a partir de 2008, surgiram pesquisas que constataram relação significativa entre estrutura de vencimento da dívida – mais comumente tratada por maturidade da dívida – alavancagem –, e um fator específico de Governança Corporativa, a independência do conselho de administração. Ao estudarem essas relações, Harford, Li e Zhao (2008) encontraram associação negativa entre uso de dívidas de longo prazo e força do conselho de administração e associação positiva entre força de atuação do conselho e de alavancagem operacional, considerando uma amostra de empresas do índice norte-americano S&P. Esses autores puderam afirmar que um conselho de administração mais atuante e com maior força tende a obter mais dívidas – recursos de terceiros – para financiar as operações da empresa, como também contratar essas dívidas no menor prazo possível, reduzindo o fluxo de caixa livre e, por conseguinte, o conflito de agência.

Resultados semelhantes foram encontrados no Brasil por Silva, Santos e Almeida (2011) ao avaliarem, pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários, uma amostra de 129 empresas com ações listadas na BM&FBovespa no ano de 2008. Encontraram relação negativa entre a *proxy* do conselho com o endividamento total e de longo prazo e relação positiva entre esta *proxy* e dívidas de curto prazo. Esses autores apontaram o uso da dívida de curto prazo como meio disciplinador, em potencial, da atuação dos gestores, bem como a aversão ao uso excessivo do endividamento por parte dos grandes controladores das empresas.

Senbet e Tosun (2014) também estudaram essa relação em uma análise temporal de 14 anos com dados de 1.300 empresas americanas. Concluíram que as empresas têm dívida com maturidade mais longa à medida que aumentam a independência do conselho e a intensidade do monitoramento da gestão, de modo que uma maior independência do conselho passe segurança aos credores quanto ao fornecimento de recursos com maiores prazos de vencimento. Esta pesquisa apresentou resultado divergente em relação às duas pesquisas apresentadas anteriormente ao analisar a relação entre independência do conselho de administração e maturidade da dívida das empresas. Tal fato sugere o desenvolvimento de novas pesquisas relacionadas à temática supracitada, bem como a sua aplicação em outros mercados e períodos de tempo.

Tem-se uma importante relação a ser estudada, mas com poucas pesquisas dedicadas, principalmente no Brasil, onde o ambiente político e econômico apresenta muitas diferenças em comparação ao dos EUA, em que foram aplicadas as pesquisas de Senbet e Tosun (2014) e de Harford, Li e Zhao (2008). Em razão disso, surge a dúvida sobre essa relação no cenário brasileiro, dadas as suas peculiaridades. Para tanto, elaborou-se a seguinte questão de pesquisa: **A independência do conselho de administração influencia a estrutura de vencimento da dívida da empresa na qual atua?**

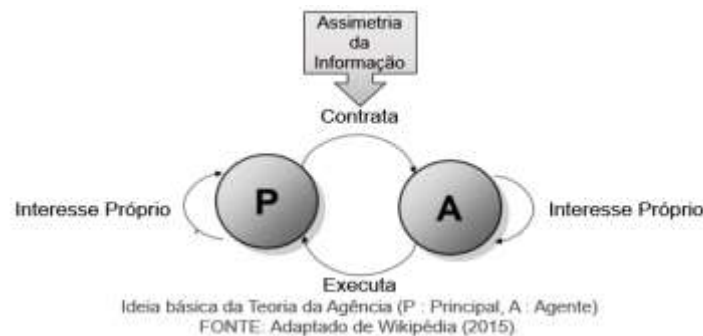
A fim de responder essa questão, elaborou-se o objetivo geral deste artigo, que é identificar se existe relação de causa e efeito entre independência do conselho de administração e maturidade da dívida em empresas brasileiras com ações listadas na BM&FBOVESPA. Diante disso, é necessário discutir os conceitos referentes à Independência do Conselho de Administração e Maturidade da Dívida das empresas, bem como adotar as métricas mais adequadas para a análise; obter, por meio de revisão da literatura, os principais determinantes da estrutura de vencimento da dívida das empresas, considerando o mercado brasileiro; levantar as demais variáveis impactantes na relação principal estudada, bem como os modelos econométricos a serem empregados no presente estudo.

O presente estudo justifica-se pela contribuição com a literatura sobre a relação abordada nesta pesquisa, sobretudo para a Governança Corporativa, ao identificar o uso da estrutura de maturidade da dívida como possível meio controlador das ações dos gestores e indicar resultados a uma amostra de empresas listadas na BM&FBOVESPA, em um intervalo temporal. Nas seções subsequentes encontram-se a revisão teórico-empírica, metodologia, análise e discussão dos resultados e a conclusão desta pesquisa.

## Referencial Teórico

A relação de agência foi descrita por Jensen e Meckling (1976) como uma série de contratos em que uma ou mais pessoas (o Principal) emprega outra pessoa (o Agente) para realizar determinada tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de alguma autoridade. Se ambas as partes agirem por seus próprios interesses visando a maximizar sua riqueza ou benefício, é coerente acreditar que o Agente nem sempre agirá de acordo com o interesse do Principal. Essa possível dualidade e distinção de pensamentos e atitudes é a premissa fundamental da Teoria da Agência, esquematizada na Figura 1. Argumento também reforçado por Jensen (1994), que analisou aspectos do comportamento humano, discorrendo sobre a ideia da quase impossibilidade de um indivíduo priorizar a maximização da riqueza de outra pessoa em detrimento de sua própria.

Figura 1. Esquematização da teoria da agência



La Porta et al. (2000) contribuem com esse entendimento quando afirmam que a ação dos gestores em benefício próprio pode ser exercida por diferentes meios, por exemplo, quando vendem produtos ou serviços da empresa que atuam a outra empresa da qual detenham posse por valores abaixo dos de mercado.

Tirole (2006) listou quatro situações, denominadas genericamente de “Risco Moral”, as quais os executivos podem não agir de acordo com os interesses dos acionistas: (i) empenho insuficiente; (ii) investimentos extravagantes; (iii) estratégias de entrincheiramento: ações que podem prejudicar o acionista com o objetivo de manter sua posição na empresa; e (iv) *selfdealing*: ações em benefício próprio, como o consumo de regalias que oneram a empresa e não beneficiam o acionista na mesma proporção.

O trabalho de Fama (1980) incrementou os debates sobre a teoria da agência, pois também considera a empresa como um conjunto de relações contratuais entre os fatores de produção, com interesses específicos de cada parte. Porém, de acordo com esse autor, a

separação entre propriedade e controle pode ser explicada como uma forma eficiente de organização econômica. Nesse sentido, mesmo que os gestores possam tomar decisões discricionárias baseadas em interesses próprios, a aplicação de mecanismos adequados de governança corporativa pode ser amenizadora de tais problemas.

## Conselho de administração

Hermalin e Weisbach (2003) escreveram que o conselho de administração é uma instituição econômica que, em teoria, ajuda a resolver os problemas de agência inerentes à gestão de uma organização.

Conforme IBGC (2009) – Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa – o conselho de administração é um órgão colegiado encarregado do processo de direcionamento estratégico, servindo de ligação e de monitoramento entre a propriedade e a gestão. O conselho de administração deve sempre decidir em prol do bem da organização, independentemente das partes que indicaram ou elegeram seus membros. Tem como missão proteger e valorizar a organização, otimizando o retorno do investimento no longo prazo e o equilíbrio entre os anseios dos *shareholders* e *stakeholders*, de modo proporcional ao vínculo que possuem com a organização e ao risco que estão expostos.

O presidente do conselho é responsável pela eficácia e pelo bom desempenho do órgão e de cada um de seus membros, com a incumbência de presidir reuniões, organizar e coordenar a agenda, monitorar o processo de avaliação do conselho segundo os princípios da boa Governança Corporativa etc. Suas atribuições são diferentes e complementares às do CEO. Por isso, deve-se evitar o acúmulo das duas funções pela mesma pessoa para que não haja concentração de poder, em prejuízo da supervisão adequada da gestão. O código recomenda inclusive que o CEO não seja membro do conselho de administração, mas participe das reuniões de conselho como convidado.

Cunha e Martins (2007) escreveram que quase todos os códigos de governança de diferentes sociedades salientam a importância de um conselho de administração com as seguintes características: (i) exista maioria de membros independentes; (ii) os cargos de *Chief Executive Officer (CEO)* e presidente do conselho de administração sejam ocupados por pessoas diferentes; (iii) exista um número adequado de membros; e (iv) a remuneração dos membros do conselho esteja vinculada ao resultado da empresa e seja devidamente publicitada.

Zou, Adams e Xiao (2012) argumentam que promover a independência do conselho é medida importante para fortalecer a Governança Corporativa, visto que essa postura tem sido

destaque nas alterações legislativas de vários países (por exemplo, a lei *Sarbanes-Oxley* de 2002 nos EUA e as regulações na China, comentadas por Xiao, Dahya e Lin (2004) e Gillan (2006)).

Outros mecanismos também podem ser utilizados para o controle e redução dos custos de agência. Myers (1977); Fama (1980); Guney e Ozkan (2005) indicam que a escolha da estrutura de vencimento da dívida, perfil da dívida ou maturidade da dívida podem reduzir esses custos por meio da mitigação de conflitos de interesses.

## Maturidade da dívida das empresas

Barclay e Smith (1995) argumentam que cada vez mais os profissionais de finanças vêm se preocupando com outros detalhes dos financiamentos, como os prazos de vencimento das dívidas. Nesse sentido, estudos sobre decisões financeiras têm abordado opções de maturidade da dívida, além das escolhas básicas entre dívida e capital próprio (ARSLAN; KARAN, 2006).

Algumas abordagens para a estrutura de vencimento da dívida, não mutuamente excludentes, são apresentadas no Quadro 1, tais como subinvestimento, sinalização e equiparação das maturidades.

**Quadro 1.** Explicações para maturidade da dívida

ABORDAGEM	ORIENTAÇÃO	AUTORES
Subinvestimento	Menos dívidas; cláusulas restritivas; menor maturidade da dívida	Myers (1977); Diamond (1991); Barclay e Smith (1995); Rajan e Winton (1995); Arslan e Karan (2006)
Sinalização	Emissão de dívida de curto prazo como sinalização da qualidade da empresa	Ross (1977); Flannery (1986); Guedes e Opler (1996)
<i>Matching</i> de Maturidade de Ativos e Passivos	Equiparação entre os prazos de vencimento de ativos e dívidas	Morris (1976); Myers (1977); Ozkan (2000); Scherr e Hulburt (2001)

Fonte: Elaborado pelos autores

## Desenvolvimento das hipóteses

Conforme exposto anteriormente, gestores ou agentes tendem a apresentar comportamento oportunista quando estão distante de proprietários ou estão, de alguma forma, absorvendo a riqueza do acionista. Seguindo essa ideia, Senbet e Tosun (2014) escrevem que credores preferem conceder empréstimos e financiamentos com menor maturidade de vencimento pelo maior monitoramento proporcionado pelas constantes renegociações.

Corroborando esse entendimento, Easterbrook (1984) e DeAngelo, DeAngelo e Wruck (2002) notam que, quando uma empresa tem de frequentemente emitir novas dívidas, os

gestores são avaliados pelos credores a cada emissão, aumentando assim o monitoramento. Entretanto, esse monitoramento externo por parte dos credores pode ser substituído por um mecanismo interno das empresas, quando eles se asseguram da atuação de um conselho de administração independente para fornecer mais crédito e de longa maturação às empresas (SENBET E TOSUN, 2014). Esse aspecto é de fundamental importância para as empresas, pois elas precisam de recursos de longo prazo para investir principalmente em estrutura física e bens de capital, que apresentam prazos maiores de retorno.

Nessa direção, Harford, Li e Zhao (2008) expuseram que estrutura de capital (endividamento), maturidade da dívida e grau de independência do conselho de administração podem ser substitutos ou complementares na redução de custos de agência. De um lado, seriam substitutos se os acionistas indicassem uma estrutura de capital restritiva (alta alavancagem e menor maturidade) com o intuito de estabelecer boa reputação ao mercado na ausência de adequada governança interna, como, por exemplo, um conselho de administração não independente ou não atuante. Por outro, esta relação pode ser de complementaridade quando um conselho independente faz uso de menor maturidade da dívida como forma de controle e monitoramento da gestão.

Quando se analisam os problemas de agência no âmbito das empresas brasileiras com ações listadas na BM&FBOVESPA, deve-se considerar as peculiaridades do cenário brasileiro, como o histórico de altas taxas de inflação da economia quando comparadas às de países desenvolvidos, incerteza nos meios político e econômico e predominância do endividamento das empresas no curto prazo. Coelho e Lopez (2007) argumentam que, no Brasil, os mecanismos de financiamento de longo prazo se restringem aos bancos oficiais. De acordo com Tarantin Junior (2013), que avaliou a estrutura de capital das companhias abertas brasileiras no período de 2005 a 2012, 80,1% do total da dívida das empresas concentrava-se no curto e médio prazo, apenas 19,9% das dívidas tinham prazo de pagamento superior a cinco anos, e 45,7% das fontes de financiamento eram oriundas de recursos bancários.

Com base no exposto pelas pesquisas referentes à teoria da agência, maturidade da dívida e governança corporativa, especificamente o fator independência dos conselhos de administração, além das características específicas do ambiente econômico brasileiro, formulou-se as seguintes hipóteses, ainda não plenamente respondidas nos trabalhos encontrados:

**H1:** A independência do conselho não afeta a maturidade da dívida das empresas.

**H2:** A independência do conselho de administração resulta em menor maturidade da dívida.

Nas seções seguintes, serão descritas a metodologia utilizada nesta pesquisa, a análise e discussão dos resultados e, por último, a conclusão.

## Notas Metodológicas

Fazendo-se uso de trabalhos referência neste campo, a exemplo de Myers (1977), Brick e Ravid (1985), Flannery (1986), Diamond (1991), Barclay e Smith (1995), desenvolveu-se uma pesquisa explicativa *ex post facto* de caráter empírico-positivista.

Coletaram-se dados da plataforma *Condinheiro* referentes à maturidade da dívida e Governança Corporativa das empresas brasileiras de capital aberto, listadas na BM&FBOVESPA, bolsa de valores oficial do Brasil, considerando informações consolidadas anuais de 2010 a 2014. Os demais dados contábeis foram obtidos na plataforma *Bloomberg*®, disponibilizada pela Universidade Federal do Paraná (UFPR).

Utilizou-se o recorte temporal de 2010 a 2014 devido à ausência de informações referentes à maturidade da dívida das empresas em períodos anteriores. No período mencionado, houve também a implantação de uma série de recomendações e mecanismos de boas práticas de governança corporativa, a exemplo do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa – IBGC (2009) – Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa – CVM (2002) – e dos segmentos especiais de listagem da BM&FBOVESPA – Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1.

Foram excluídas da amostra empresas do setor financeiro pelo fato de essas empresas utilizarem lógica inversa no uso da dívida quando comparadas às de outros setores. Bancos e congêneres trabalham preferencialmente com recursos de terceiros, tendo em vista os benefícios resultantes da diferença entre as taxas de captação e aplicação no mercado. Foi controlada, por meio de variável *dummy*, a presença de empresas prestadoras de serviços de utilidade pública envolvidas na distribuição, produção e serviço de ativos naturais como água, eletricidade e gás natural. Por entregar um produto essencial a praticamente todo cidadão e por impactar fortemente a economia, essas empresas são reguladas pelo governo federal, limitando o preço final e, indiretamente, os resultados dessas companhias. Foram também eliminadas as empresas que não apresentaram um mínimo de três observações ao longo do período analisado e os *outliers*. Diante disso, a amostra desta pesquisa foi composta por 252 empresas, totalizando 413 observações no período de 2010 a 2014.



## Métrica para o cálculo da maturidade da dívida das empresas

A estrutura da maturidade da dívida das empresas foi avaliada por meio da variável MGP – Maturidade Global Ponderada – com dados anuais coletados da plataforma *Condinheiro*, também disponíveis no *site* da BM&FBOVESPA, em Formulário de Referência, item 3 – Informações Financeiras Seleccionadas, subitem 3.8 – Dívidas. O modelo esquemático para o cálculo da Maturidade Global Ponderada (MGP) de cada empresa está representado no Quadro 2.

Quadro 2. Cálculo da variável MGP

DÍVIDAS	PRAZO	PONDERAÇÃO
D1	Vencimento inferior a um ano	0,5
D2	Vencimento entre um e três anos	2
D3	Vencimento entre três e cinco anos	4
D4	Vencimento superior a cinco anos	10
MG	$= (D1*0,5 + D2*2 + D3*4 + D4*10) / \text{Dívida Total}$	
<b>MGP</b>	$= \text{Logaritmo Natural} (MG * \text{Ativo Total})$	

Fonte: Elaborado pelos autores

## Métrica para o grau de independência do Conselho de Administração

Fama (1980) argumenta que à medida que aumenta a proporção de membros independentes no conselho, este se torna mais independente pelo fato de esses conselheiros não estarem ligados às dinâmicas internas da empresa, aos conflitos de interesses e à luta pelo poder. Os dados para a formação dessa variável foram obtidos da plataforma *Condinheiro*.

Seguindo os trabalhos de Ryan Jr e Wiggins (2004), Fu e Wedge (2011), Zou, Adams e Xiao (2012), Guthrie, Sokolowsky e Wan (2012), foram obtidos o grau de independência de cada conselho de administração para cada observação por meio da seguinte fórmula:

$$IC = \frac{\text{Conselheiros Independentes}}{\text{Número Total de Conselheiros}}$$

Além dessa variável preponderante, a independência do conselho também foi controlada pelo emprego de duas variáveis *dummies*. A primeira, denominada DCEO, assumiu valor um sempre que os cargos de presidente do conselho de administração e CEO da empresa foram exercidos por pessoas distintas; e zero, caso contrário, abordagem empregada também por Zou, Adams e Xiao (2012) e Matolcsy, Tyler e Wells (2012). A segunda, denominada TC, assumiu valor um caso a empresa tivesse o conselho composto por um número de sete a 11 membros; e zero, caso contrário.

## Variáveis de controle

Neste trabalho foram utilizadas proxies de variáveis de controle para o estudo da relação pesquisada, conforme Quadro 3.

**Quadro 3.** Variáveis de controle

VARIÁVEIS DE CONTROLE	CÁLCULO		PESQUISAS APLICADAS
Opções de Investimento (MtB)	$MtB = \frac{\text{ações ON} * \text{cotação} + \text{ações PN} * \text{cotação}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	(-)	Stohs e Mauer (1996); Harford, Li e Zhao (2008); Fan, Titman e Twite (2012); Senbet e Tosun (2014)
Endividamento (ENDIV)	$ENDIV = \frac{\text{DÍVIDA TOTAL}}{\text{ATIVO TOTAL}}$	(+)	Stephan, Talavera e Tsapin (2011); Zheng et al. (2012)
Qualidade da Empresa (QUAL)	$QUAL = \frac{RBV_t^* - RBV_{t-1}}{RBV_t}$	(-)	Ozkan (2000)
Maturidade dos Ativos (MAT <sub>at</sub> )	$MAT_{at} = \left( \frac{AC}{CPV} * \frac{AC}{AC+IMliqD} \right) + \left( \frac{IMliqD}{DD} * \frac{IMliqD}{AC+IMliqD} \right)$	(+)	Harford, Li e Zhao (2008) e Nakamura, Jucá e Bastos (2011)
Volatilidade (VOL)	Bloomberg	(-)	Harford, Li e Zhao (2008)
Tangibilidade (TG)	$TG = \frac{\text{Ativo Não-Circulante}}{\text{Ativo Total}}$	(+/-)	Valle (2008); Nardi (2008)
Selic (SE)	Bloomberg	(-)	Fan, Titman e Twite (2012)
Segmentos de Listagem (NM)	"Condinheiro"	(-)	Martins e Terra (2015)

Fonte: Elaborado pelos autores

## Modelagem

Com objetivo de responder à questão desta pesquisa, foi efetuada regressão com análise de dados em painel das variáveis principais juntamente com variáveis de controle que podem influenciar a relação a ser investigada. De acordo com Gujarati (2011), nos dados em painel, a mesma unidade de corte transversal (uma família, uma empresa, um estado) é acompanhada ao longo do tempo. Em síntese, os dados em painel têm uma dimensão espacial e outra temporal, apresentam resultados mais informativos, menos colinearidade entre as variáveis e mais graus de liberdade.

Foi realizada a verificação da possível ocorrência de endogeneidade entre as variáveis ENDIV e MGP. Segundo Barclay, Marx e Smith (2001), Datta, Iskandar-Datta e Raman (2005), decisões de endividamento e prazo de vencimento ou maturação da dívida são tomadas simultaneamente nas empresas. Neste campo, Gujarati (2011) argumenta que, se não houver o problema de endogeneidade, os estimadores de MQO (Método dos Mínimos Quadrados Ordinários) serão consistentes e eficientes, caso contrário os estimadores não serão sequer

consistentes. Caso constatada a ocorrência de simultaneidade, será preciso encontrar alternativas aos MQO. A fim de verificar tal situação, Gujarati (2011) indica o uso do teste de especificação de Hausman<sup>5</sup>.

Seguindo procedimento semelhante ao empregado por Harford, Li e Zhao (2008), o endividamento foi analisado como variável dependente no primeiro modelo, com a inclusão de *dummies* temporais para o período analisado:

$$\text{ENDIV}_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \text{IC}_{it} + \beta_2 \text{DCEO}_{it} + \beta_3 \text{TC}_{it} + \beta_4 \text{D2010}_{it} + \beta_5 \text{D2011}_{it} + \beta_6 \text{D2012}_{it} + \beta_7 \text{D2013}_{it} + \beta_8 \text{SP}_{it} + \beta_9 \text{MAT}_{ait} + \beta_{10} \text{VOL}_{it} + \beta_{11} \text{TG}_{it} + \beta_{12} \text{SE}_{it} + \beta_{13} \text{NM}_{it} + \beta_{14} \text{QUAL}_{it} + \beta_{15} \text{MtB}_{it} + \varepsilon_{it}$$

---

<sup>5</sup> **Não há simultaneidade:** a correlação entre o erro da primeira regressão e os valores estimados da variável Endividamento é estatisticamente igual a zero.

**Há simultaneidade:** a correlação entre o erro da primeira regressão e os valores estimados da variável Endividamento não é estatisticamente igual a zero.

O segundo modelo designa a variável MGP como dependente na regressão:

$$\begin{aligned} \text{MGP}_{it} = & \alpha_0 + \beta_1 \text{IC}_{it} + \beta_2 \text{DCEO}_{it} + \beta_3 \text{TC}_{it} + \beta_4 \text{D2010}_{it} + \beta_5 \text{D2011}_{it} + \beta_6 \text{D2012}_{it} \\ & + \beta_7 \text{D2013}_{it} + \beta_8 \text{SP}_{it} + \beta_9 \text{MAT}_{ait} + \beta_{10} \text{VOL}_{it} + \beta_{11} \text{TG}_{it} + \beta_{12} \text{SE}_{it} \\ & + \beta_{13} \text{NM}_{it} + \beta_{14} \text{QUAL}_{it} + \beta_{15} \text{MtB}_{it} + \beta_{16} \widehat{\text{ENDIV}}_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

Os dados analisados em painel foram processados com auxílio do software *Gretl*<sup>®</sup> realizando-se testes de eficiência dos diversos métodos (*Pooled*, Efeitos fixos e Efeitos Aleatórios), por meio da ferramenta Diagnóstico de Painel.

## Tratamento dos dados

Foram empregados os seguintes procedimentos para o tratamento dos dados:

- Teste de Normalidade de Jarque-Bera;
- Teste de Homocedasticidade de Breush-Pagan

Análise de regressão linear múltipla: Para a análise dos resultados, foi assumido o nível de significância  $\alpha = 5\%$ . Assim, quando o p-valor de um teste de hipótese for menor do que 0,05, rejeita-se a hipótese nula (HILL; JUDGE; GRIFFITHS, 2010).

## Descrição e Análise dos Dados

Esta seção destina-se à apresentação e à discussão dos dados obtidos nos testes realizados nesta pesquisa. Primeiramente se expõe a estatística descritiva, seguida pela correlação bivariada das variáveis. Posteriormente, serão expostos os resultados dos testes de simultaneidade e das regressões com dados em painel.

## Estatística descritiva

Apresenta-se, na Tabela 1, o resumo da estatística descritiva das variáveis da pesquisa. Observa-se que a variável IC apresentou média de 26%, ou seja, em média os conselhos de administração das empresas da amostra apresentaram baixo grau de independência; número próximo ao obtido na pesquisa de Moreira et al. (2014), com 38% para uma amostra de 81 empresas brasileiras com ações listadas na BM&FBOVESPA no período de 2007 a 2011. Esse valor é baixo quando comparado ao encontrado por Harford, Li e Zhao (2008) de 52,44% de independência dos conselhos para 1.500 empresas do índice norte-americano S&P,

considerando o período de 1997 a 2004. Senbet e Tosun (2014) encontraram, em média, 65,5% de independência dos conselhos para 1.300 empresas da base Compustat, essencialmente canadenses e norte-americanas, no período de 1996 a 2009. Zou, Adams e Xiao (2012) encontraram 5,6% de independência do conselho para uma amostra de 753 empresas chinesas no período de 1997 a 2001. Cunha e Martins (2007) encontraram, em média, 10% para uma amostra de 65 empresas portuguesas com ações listadas na Euronext Lisbon no período 2001 a 2003. O resumo comparativo pode ser visualizado no Quadro 4.

**Tabela 1.** Estatística Descritiva

Variáveis	Observações	Mínimo	Máximo	Média	Mediana	Desvio Padrão	Coefficiente de Variação
IC	416	0	1	0,26	0,23	0,22	0,84
MGP	416	16,85	29,17	23,24	23,04	1,96	0,08
MtB	416	-8,23	21,4	2,2	1,46	2,61	1,19
ENDIV	416	0	2,2	0,46	0,46	0,29	0,63
TG	416	1,3	95,83	59,63	63,93	19,96	0,33
SE	416	8,32	11,76	9,87	9,91	1,38	0,14
QUAL	416	-0,68	7,28	0,17	0,11	0,52	3,14
VOL	416	23,08	195,25	51,09	44,05	25,47	0,5
MAT	416	0,1	80,3	5,605	3,25	7,51	1,34

Fonte: Dados da pesquisa (2016)

**Quadro 4.** Resumo comparativo IC

PESQUISAS	IC (MÉDIA)	CAMPO DE COLETA
Esta pesquisa	26%	BM&FBOVESPA (2010 – 2014)
Moreira et al. (2014)	38%	BM&FBOVESPA (2007 – 2011)
Harford, Li e Zhao (2008)	52,44%	S&P (1997 – 2004)
Senbet e Tosun (2014)	65,5%	Compustat (1996 – 2009)
Zou, Adams e Xiao (2012)	5,6%	China (1997 – 2001)
Cunha e Martins (2007)	10%	Euronext Lisbon (2001 – 2003)

Fonte: Dados da pesquisa (2016)

Ao analisar os valores da variável DCEO, *dummy* para a análise *CEO X COB*<sup>6</sup>, verificou-se que, em 75% das ocorrências, as empresas apresentaram pessoas distintas ocupando os cargos de CEO e presidente do conselho de administração. Tal dado sugere um alinhamento das empresas brasileiras da amostra desta pesquisa com a recomendação do IBGC

<sup>6</sup> *CEO* - Chief Executive Officer – descreve a posição ou cargo do principal executivo ou administrador de uma empresa. *COB* – Chair Of the Board – é o membro mais poderoso do conselho de administração, presidente, proporciona liderança para diretores e executivos da empresa e zela pelos direitos dos acionistas na empresa.

para esse importante aspecto de Governança Corporativa. Ressalta-se que Harford, Li e Zhao (2008) encontraram essa situação em apenas 27,7% das empresas.

A adequação do tamanho do conselho de administração (TC) às recomendações do IBGC, mínimo de cinco e máximo de 11 membros, também foi constatada em 74% das observações empresa/ano.

A variável MtB apresentou média 2,2, ou seja, o valor de mercado das companhias estudadas estava majorado 2,2 vezes o respectivo valor contábil. Este número é muito próximo aos 2,12 obtidos por Knyazeva, Knyazeva, & Masulis (2013) em uma amostra de empresas majoritariamente norte-americanas obtida da base Compustat, no período de 1996 a 2006, e abaixo de 3,71 obtido na pesquisa de Matolcsy, Tyler e Wells (2012) para uma amostra de 450 empresas listadas na bolsa de valores da Austrália no período de 2006 a 2007. Considerando ainda o desvio-padrão de 2,61 e o coeficiente de variação de 1,19, pode-se inferir que o mercado teve expectativa quase homogênea para as empresas da amostra desta pesquisa.

Verifica-se, pelos resultados, que as empresas analisadas nesta pesquisa utilizam em média 46% de recursos de terceiros para a obtenção de seus ativos. Número abaixo de 62,5% obtido na pesquisa de Barros, Silva e Voese (2015) para uma amostra de 83 empresas com ações listadas na BM&FBOVESPA no período de 2008 a 2010. Tal fato pode sugerir diminuição na média do endividamento das empresas brasileiras de capital aberto.

Constata-se também que as variáveis com maiores desvios-padrão foram Tangibilidade (19,96) e Volatilidade (25,47). A variável QUAL (Qualidade) apresentou maior coeficiente de variação (3,14). Evidências que demonstram heterogeneidade na amostra quanto às características das empresas, mesmo após a exclusão de *outliers*.

No Quadro 5, complementando as considerações iniciais dos dados, apresenta-se a análise bivariada, que permite analisar simultaneamente duas variáveis, estabelecendo relações entre elas, ou seja, se as diferenças de duas variáveis são estatisticamente significativas, com o objetivo de pesquisar influências, causalidades ou coincidências.

Verifica-se que a variável MGP (Maturidade Global Ponderada) apresentou correlação positiva e significativa, com 1% de significância, com a variável DCEO (*dummy* – CEO X COB), sugerindo maior maturidade global da dívida à medida que se tem os cargos de CEO e COB ocupados por pessoas distintas. Este aspecto de governança corporativa pode auxiliar o esforço da gestão no sentido de transmitir segurança ao mercado, para que este forneça mais recursos financeiros e de longo prazo à empresa.

Quando se compara a variável MGP com as variáveis TC (Tamanho do Conselho) e IC (Independência do Conselho), constata-se correlação significativa (1% de significância) e

negativa, apontando para a relação de complementariedade entre independência do conselho e maturidade da dívida, segundo visão de Harford, Li e Zhao (2008), qual seja, um conselho de administração independente faz uso de estrutura de dívida restritiva (curta maturidade) com o objetivo de diminuir os fluxos livres de caixa, disciplinando a ação dos gestores.

Destaca-se a correlação significativa entre MGP e TG (Tangibilidade) que apresentou o sinal indicado pela literatura, corroborando os argumentos de Ozkan (2000). As variáveis VOL (Volatilidade) e MAT (Maturidade dos Ativos), quando correlacionadas bivariadamente com MGP, também apresentaram o mesmo sinal proposto pela literatura, de acordo com o proposto por Kane (1985) e Stohs e Mauer (1996).

**Quadro 5.** Correlação de Pearson

		Correlações																	
		D2010	D2011	D2012	D2013	DCEO	TC	IC	MGP	MTB	TEIn	ENDIV	TG	SE	NM	QUAL	VOL	MAT	SP
D2010	Coef.	1																	
	Sig.																		
D2011	Coef.	-.149**	1																
	Sig.	.002																	
D2012	Coef.	-.164**	-.243**	1															
	Sig.	.001	.000																
D2013	Coef.	-.182**	-.269**	-.297**	1														
	Sig.	.000	.000	.000															
DCEO	Coef.	-.008	.003	-.081	-.010	1,000													
	Sig.	.873	.949	.100	.836														
TC	Coef.	-.060	-.050	.017	.044	.106*	1,000												
	Sig.	.223	.305	.725	.367	.030													
IC	Coef.	-.147**	-.052	.030	.027	.018	.255**	1,000											
	Sig.	.003	.293	.541	.579	.714	.000												
MGP	Coef.	0,071	0,01	-0,023	-0,023	.192*	.159*	.205*	1										
	Sig.	0,152	0,841	0,644	0,64	.000	.001	.000											
MTB	Coef.	-.081	-.035	.138**	.040	-.028	.082	.047	-.059	1									
	Sig.	.101	.472	.005	.412	.563	.093	.338	.231										
TEIn	Coef.	.063	-.001	-.025	-.025	.154**	-.169**	-.223**	.959**	-.041	1								
	Sig.	.202	.978	.612	.608	.002	.001	.000	.000	.405									
ENDIV	Coef.	-.041	.000	.019	.046	-.045	.044	.033	-.013	.016	-.041	1							
	Sig.	.402	.998	.702	.353	.363	.373	.504	.799	.742	.401								
TG	Coef.	.136**	-.009	-.044	-.068	.071	-.077	-.199**	.463*	-.191**	.349**	.011	1						
	Sig.	.005	.857	.370	.165	.151	.116	.000	.000	.000	.000	.818							
SE	Coef.	.012	.648**	-.467**	-.643**	0,067	-0,047	-0,023	0,022	-.120*	0,024	-0,042	0,055	1					
	Sig.	.813	.000	.000	.000	.173	.340	.645	.662	.015	.624	.395	.262						
NM	Coef.	.039	.024	.110*	-.039	-.041	.060	-.016	-.141**	.080	-.156**	-.134**	-.136**	-.047	1				
	Sig.	.428	.631	.025	.427	.402	.221	.743	.004	.101	.001	.006	.005	.335					
QUAL	Coef.	.041	.119*	-0,038	-0,053	0,008	-0,076	-0,095	-0,058	0,028	-0,087	-0,032	0,004	0,088	.210**	1			
	Sig.	.405	.015	.443	.278	.876	.121	.054	.243	.566	.075	.516	.928	.073	.000				
VOL	Coef.	-.026	.032	-.020	.011	-.028	.061	-.026	.188*	-.232**	-.206**	.395**	.082	.018	.051	-.061	1		
	Sig.	.591	.516	.688	.829	.566	.211	.602	.000	.000	.000	.093	.716	.296	.211	.093			
MAT	Coef.	.061	.015	.089	-.059	-.011	.024	-.107*	.437*	-.164**	.102*	.097*	.334**	-.023	-.053	-.033	.154**	1	
	Sig.	.212	.758	.071	.228	.830	.619	.030	.005	.001	.038	.048	.000	.645	.277	.497	.002		
SP	Coef.	.228**	.070	-.080	-.081	.089	-.357**	-.213**	.408*	-.147**	.392**	-.032	.379**	.089	-.078	-.043	-.099*	.058	1
	Sig.	.000	.153	.104	.097	.069	.000	.000	.000	.003	.000	.513	.000	.071	.112	.379	.043	.234	

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

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

Fonte: Dados da pesquisa (2016)

## Análise Multivariada

Primeiramente foi efetuada a regressão em MQO do primeiro modelo – ENDIV, variável dependente – para o diagnóstico do painel que indicou efeitos fixos. Posteriormente, foram analisados os dados em painel para efeitos fixos também do primeiro modelo e ajustado o modelo estatístico. Com o modelo ajustado, foram obtidos os resíduos da regressão e os valores estimados da variável ENDIV para o teste de simultaneidade. Os resultados indicados

não acusaram a ocorrência de endogeneidade, fato observável pela ausência de significância nos resíduos.

Desse modo, foram empregados no segundo modelo os valores observados da variável ENDIV. O diagnóstico do modelo apontou também a existência de efeitos fixos. Os resultados da principal regressão desta pesquisa encontram-se indicados na Tabela 2, a seguir:

**Tabela 2.** Painel – Efeitos Fixos

Variáveis	Coefficiente	Razão t	P-valor	Sinal Esperado	Sinal Obtido
Constante	23,59	59,34	6,84e-160***		
DCEO	0,08	0,6489	0,517	(+/-)	+
IC	0,0996	0,2986	0,7655	(+/-)	+
TC	-0,2912	-1,174	0,2412	(+/-)	-
D2010	-0,4091	-3,314	0,0010***		
D2011	-0,1796	-2,475	0,0139**		
D2012	-0,1244	-2,351	0,0194**		
D2013	0,0061	0,1726	0,8631		
MtB	-0,0029	-0,106	0,9156	-	-
TG	0,0046	0,9852	0,3254	+	+
VOL	-0,0077	-4,569	7,39e-06***	-	-
MAT	0,016	2,961	0,0033***	+	+
ENDIV	-0,1239	-0,7017	0,4835	+	-
NM	0,0096	0,0575	0,9541		
QUAL	0,0554	0,7909	0,4296	-	+

\*\*\* Significativo a 1%; \*\* Significativo a 5%; Variável dependente: MGP; Erros padrão robustos (HAC)

Fonte: Dados da pesquisa (2016)

## Verificação dos pressupostos das regressões

Conforme Gujarati (2011), um dos pressupostos do modelo normal de regressão linear diz que cada termo de erro é normalmente distribuído, ou seja,  $\mu_i \sim N(0, \sigma^2)$ . Para a verificação de tal premissa, utilizou-se o teste de normalidade de Jarque-Bera. A estatística JB converge assintoticamente para uma distribuição  $\chi^2$  com dois graus de liberdade:

### Regressão 1: Teste de Hausman

Teste para a hipótese nula de distribuição normal:

Qui-quadrado(2) = 69,650 com p-valor 0,00000 -  $N(-2,0731^{-15} 0,31237)$

### Regressão 2: Painel



Teste para a hipótese nula de distribuição normal:

$$\text{Qui-quadrado}(2) = 69,650 \text{ com p-valor } 0,00000 - N(-3,7248^{-15} 0,31237)$$

Esses resultados demonstram que os resíduos das regressões apresentam p-valor abaixo de 0,05, indicando que a distribuição de probabilidade não é normal. No entanto, outros fatores a serem apresentados a seguir contribuíram para rejeitar a hipótese da violação da premissa do modelo de regressão.

De acordo com Gujarati (2011), a multicolinearidade está presente quando ocorre alta correlação entre duas ou mais variáveis explicativas. Para tanto, os coeficientes de correlação entre os regressores devem se apresentar com índices a partir de 0,8, o que não ocorreu nesta pesquisa. Desse modo, esta premissa não viola a aplicabilidade do Modelo Clássico de Regressão Linear (MCRL).

Segundo Wooldrige (2013), dados discrepantes, omissão de variáveis importantes para o modelo e/ou características econômicas intrínsecas podem levar a ocorrência de heterocedasticidade. O Teste de Wald verifica a hipótese nula de que a variância dos efeitos não observáveis é igual a zero, convergindo assintoticamente para uma distribuição  $\chi^2$  com (n-1) graus de liberdade:

Teste de Wald independente da distribuição para heteroscedasticidade:

$$\text{Qui-quadrado}(108) = 5,26517^{30}, \text{ com p-valor} = 0$$

Diante disso, como o valor encontrado é maior do que o valor crítico, pode-se dizer que a variância dos efeitos não observáveis não é igual a zero.

## **Análise dos resultados da regressão**

A fim de verificar se a independência do conselho de administração influencia a estrutura de vencimento da dívida da empresa, objetivo desta pesquisa, utilizou-se de regressão linear múltipla com uma amostra composta por 252 empresas com ações listadas na BM&FBOVESPA no período de 2009 a 2014. Para Hair Jr et al. (2009), a regressão múltipla é o método apropriado para se analisar a relação entre uma variável dependente e outras independentes.

O coeficiente de determinação  $R^2$  indica a qualidade do ajustamento do modelo. Nesta pesquisa, o valor para  $R^2$  de 0,1814 demonstra que 18,14% da variação da maturidade global ponderada da dívida (MGP) é explicado pelo conjunto de variáveis independentes do modelo.

Considerando os resultados expostos, verifica-se que a variável MAT apresentou relação positiva e significativa com a variável MGP, corroborando o entendimento de Alcock, Finn e Tan (2012) de que as empresas buscam equiparar as maturidades de ativos e dívidas. Esse resultado vai ao encontro do achado por Harford, Li e Zhao (2008), ao concluírem que empresas com menor maturidade dos ativos são mais propensas a usar dívidas de curto prazo. Senbet e Tosun (2014) encontraram relação significativa e positiva entre dívida de longo prazo e maturidade dos ativos. Pelo que esses resultados demonstram, pode-se inferir que a relação entre maturidade dos ativos e das dívidas é imune às características dos mercados ou países.

A variável VOL (Volatilidade) apresentou relação negativa e significativa com a variável MGP, de acordo com o sentido proposto na literatura a exemplo de Barclay e Smith (1995), o que contribui para o entendimento segundo o qual alta volatilidade pode ocasionar insegurança dos credores quanto ao fornecimento de crédito de longo prazo. O resultado da análise em painel da relação entre VOL e MGP seguiu o apresentado na correlação bivariada exposta anteriormente.

As variáveis DCEO e TC relacionadas com MGP seguiram o mesmo sentido indicado na correlação de Pearson, porém sem significância estatística. O coeficiente da variável IC aparece com sinal oposto ao da correlação bivariada (IC X MGP). Essas variáveis, tomadas nesta pesquisa como aspectos indicadores da independência do conselho de administração, não mantiveram a significância estatística da correlação de Person. Portanto, os resultados obtidos indicam não haver relação significativa entre Independência do Conselho de Administração e Maturidade da Dívida nas empresas da amostra desta pesquisa.

As *dummies* temporais apresentaram significância estatística para os anos de 2010, 2011 e 2012, não mantendo essa relação em 2013 e 2014. As variáveis TG, QUAL, NM, MtB e ENDIV não tiveram relação significativa com MGP.

## Considerações Finais

Ao considerarmos os últimos 100 anos, constata-se que o Brasil vem enfrentando problemas como elevadas taxas de inflação, desvalorização cambial, instabilidade política, econômica e corrupção.

O reflexo desses aspectos no mercado de capitais para as empresas brasileiras é a baixa e justificada procura dos pequenos investidores por investimentos em ações, além de restrições ao crédito impostas tanto pelo governo federal, quando age no controle inflacionário por meio do banco central, quanto de credores com receio de não obter os rendimentos e, muitas vezes,

a própria restituição do capital disponibilizado. Conseqüentemente, se tem no Brasil baixa dispersão acionária, com predominância de interesses do acionista controlador, bancos como principais fornecedores de recursos financeiros, empresas com elevado endividamento no curto prazo, encarecimento do crédito e elevados custos de produção.

Nesse ambiente, a Governança Corporativa entra com o objetivo de melhorar o controle interno da gestão, além de proporcionar transparência aos mercados. São vários os mecanismos utilizados pela Governança Corporativa para cumprir seus propósitos, mas é sabido que o conselho de administração independente vem a ser um dos principais.

Estudos citados nesta pesquisa apontam que o gerenciamento dos prazos de vencimento das dívidas, ou maturidade, pode vir a auxiliar na Governança Corporativa, inclusive reduzindo os conflitos entre as diversas partes interessadas na empresa. Porém, poucos estudos se dedicaram a investigar a existência de relação entre independência do conselho de administração e maturidade da dívida, bem como suas implicações para a Governança Corporativa.

Com o objetivo de corroborar o preenchimento dessa lacuna, foi executada a presente pesquisa com amostra de empresas brasileiras com ações negociadas na BM&FBOVESPA no período de 2010 a 2014, definido em virtude da disponibilidade dos dados necessários.

Não foi constatada nesta pesquisa a ocorrência de endogeneidade entre endividamento e maturidade da dívida das empresas, ou seja, as evidências estatísticas mostraram não haver simultaneidade entre as decisões para esses dois fatores. Desse modo, também não foi necessário o emprego de regressões em dois estágios, sendo utilizados os valores observados (reais) do endividamento na principal regressão.

As variáveis DCEO (Dualidade CEO X COB) e TC (Tamanho do Conselho) apresentaram conformidade com o recomendado pelas boas práticas de Governança Corporativa. Em 75% das ocorrências, foi constatada a ocupação das funções de CEO e COB por pessoas distintas, em 74% das ocorrências verificou-se a adequação do tamanho do conselho – mínimo de cinco e máximo de 11 membros. A variável IC (independência do conselho) indicou que, em média, o conselho de administração das empresas integrantes da amostra apresenta baixo grau de independência. Essas variáveis não mostraram significância estatística com a variável MGP (Maturidade Global Ponderada da Dívida).

Os resultados finalmente nos dão sustentação para não rejeitar a H1, ou seja, a Independência do Conselho de Administração não afeta a Maturidade da Dívida nas empresas brasileiras com ações listadas na BM&FBovespa, constantes da amostra. Por conseguinte, descartamos a H2, tendo em vista que não encontramos a relação significativa supracitada.

Os dados obtidos para VOL (Volatilidade) e MAT (Maturidade dos Ativos) indicaram forte relação com a variável MGP, inclusive mantendo o mesmo sentido (sinal negativo e positivo, respectivamente) exposto na literatura investigada.

Sugere-se prosseguir o estudo da relação principal abordada neste trabalho utilizando amostras de empresas de outros países, com o intuito de se confirmar ou refutar a relação existente entre independência do conselho de administração e maturidade da dívida das empresas.

## Referências

- ALCOCK, Jamie; FINN, Frank; TAN, Kelvin Jui Keng. The determinants of debt maturity in Australian firms. *Accounting & Finance*, v. 52, n. 2, p. 313-341, 2012.
- ARSLAN, Özgür; KARAN, Mehmet Baha. Ownership and control structure as determinants of corporate debt maturity: a panel study of an emerging market. *Corporate Governance: An International Review*, v. 14, n. 4, p. 312-324, 2006.
- BARCLAY, Michael J.; MARX, Leslie M.; SMITH, Clifford W. The joint determination of leverage and maturity. *Journal of Corporate Finance*, v. 9, n. 2, p. 149-167, 2001.
- BARCLAY, Michael J.; SMITH, Clifford W. The maturity structure of corporate debt. *The Journal of Finance*, v. 50, n. 2, p. 609-631, 1995.
- BARROS, C. M. E; SILVA, P. Y. C. da; VOESE, S. B. Relação entre o Custo da Dívida de Financiamentos e Governança Corporativa no Brasil. *Contabilidade, Gestão e Governança*, v. 18, n. 2, 2015.
- BENMELECH, Efraim. Managerial entrenchment and debt maturity: Theory and evidence. *Harvard University and The National Bureau of Economic Research*, Working Paper, 2006.
- BERGER, Philip G.; OFEK, Eli; YERMACK, David L. Managerial entrenchment and capital structure decisions. *The Journal of Finance*, v. 52, n. 4, p. 1411-1438, 1997.
- BRICK, Ivan E.; RAVID, S. Abraham. On the relevance of debt maturity structure. *The Journal of Finance*, v.40, n.5, p.1423-1437, 1985.
- COELHO, Antonio Carlos Dias; LOPES, Alexsandro Broedel. Avaliação da prática de gerenciamento de resultados na apuração de lucro por companhias abertas brasileiras conforme seu grau de alavancagem financeira. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 11, n. SPE2, p. 121-144, 2007.
- CUNHA, Vera Lúcia M.; MARTINS, António. O Conselho de Administração e o desempenho das sociedades. *Contabilidade e Gestão*, v.4, p.67-92, 2007.
- CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Recomendações da CVM sobre governança corporativa*. Junho, 2002.
- DATTA, Sudip; ISKANDAR-DATTA, Mai; RAMAN, Kartik. Managerial stock ownership and the maturity structure of corporate debt. *The Journal of Finance*, v. 56, n. 6, p. 2299-2336, 2001.
- DEANGELO, Harry; DEANGELO, Linda; WRUCK, Karen H. Asset liquidity, debt covenants, and managerial discretion in financial distress: the collapse of LA Gear. *Journal of Financial Economics*, v.64, n.1, p.3-34, 2002.
- DIAMOND, Douglas W. Debt maturity structure and liquidity risk. *The Quarterly Journal of Economics*, p. 709-737, 1991.
- EASTERBROOK, Frank H. Two agency-cost explanations of dividends. *The American Economic Review*, v. 74, n. 4, p. 650-659, 1984.

- FAMA, Eugene F. Agency Problems and the Theory of the Firm. *The Journal of Political Economy*, p. 288-307, 1980.
- FLANNERY, Mark J. Asymmetric information and risky debt maturity choice. *The Journal of Finance*, v. 41, n. 1, p. 19-37, 1986.
- FU, Richard; WEDGE, Lei. Board independence and mutual fund manager turnover. *Financial Review*, v. 46, n. 4, p. 621-641, 2011.
- GILLAN, Stuart L. Recent Developments in Corporate Governance: An Overview. *Journal of Corporate Finance*, v.12, n.3, p.381-402, 2006.
- GUEDES, José; OPLER, Tim. The determinants of the maturity of corporate debt issues. *The Journal of Finance*, v. 51, n. 5, p. 1809-1833, 1996.
- GUJARATI, Damodar N.; PORTER, Dawn C. *Econometria básica*. 5. ed. Porto Alegre: Mcgrawhill, 2011. 924 p.
- GUNEY, Yilmaz; OZKAN, Aydin. New Insights on the Importance of Agency Costs for Corporate Debt Maturity Decisions. *Applied Financial Economics Letters*, v.1, n.4, p.233-238, 2005.
- GUTHRIE, Katherine; SOKOLOWSKY, Jan; WAN, KAM-MING. CEO Compensation and Board Structure Revisited. *The Journal of Finance*, v. 67, n. 3, p. 1149-1168, 2012.
- HAIR JR, Joseph F. et al. *Análise multivariada de dados*. 6ª ed. Porto Alegre: Bookman, 2009.
- HARFORD, Jarrad; LI, Kai; ZHAO, Xinlei. Corporate Boards and the Leverage and Debt Maturity Choices. *International Journal of Corporate Governance*, v.1, n.1, p.3-27, 2008.
- HERMALIN, Benjamin E.; WEISBACH, Michael S. Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature. *Economic Policy Review*, p.7-26, Abr. 2003.
- HILL, R. Carter; JUDGE, George G; GRIFFITHS, William E. *Econometria*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2010.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. *Código das melhores práticas de governança corporativa*. 4. ed. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, SP: IBGC, 2009. 73 p.
- JENSEN, Michael C. *Self-interest, altruism, incentives, and agency theory*. 1994.
- JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, v.3, n.4, p.305-360, 1976.
- JENSEN, Michael C. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, v.76, n.2, 1986.
- KANE, Alex; MARCUS, Alan J.; MCDONALD, Robert L. Debt Policy and the Rate of Return Premium to Leverage. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, [s.l.], v. 20, n. 04, p. 479-499, dez. 1985. JSTOR. DOI: 10.2307/2330763.
- KNYAZEVA, Anzhela; KNYAZEVA, Diana; MASULIS, Ronald W. The Supply of Corporate Directors and Board Independence. *The Review of Financial Studies*, v. 26, n. 6, p. 1561-1605, 2013.
- LA PORTA, Rafael et al. Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics*, v.58, n. 1, p.3-27, 2000.
- LÓPEZ-GRACIA, José; MESTRE-BARBERÁ, Reyes. Tax effect on Spanish SME optimum debt maturity structure. *Journal of Business Research*, v.64, n.6, p.649-655, 2011.
- MATOLCSY, Zoltan; TYLER, Jonathan; WELLS, Peter. Is continuous disclosure associated with board independence? *Australian Journal of Management*, v. 37, n. 1, p. 99-124, 2012.
- MOREIRA, B. C. de M; COSTA, D. F; ANDRADE, L. P; PEDROSA, G. H. Independência do Conselho de Administração e a composição da estrutura de capital das empresas: uma análise para a Bovespa. *ForScience*, v.2, n.1, p.79-95, 2014.

- MORRIS, James R. On corporate debt maturity strategies. *The Journal of Finance*, v.31, n. 1, p.29-37, 1976.
- MYERS, Stewart C. Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, v.5, n.2, p.147-175, 1977.
- OZKAN, Aydin. An empirical analysis of corporate debt maturity structure. *European Financial Management*, v. 6, n. 2, p. 197-212, 2000.
- RAJAN, Raghuram; WINTON, Andrew. Covenants and collateral as incentives to monitor. *The Journal of Finance*, v. 50, n. 4, p. 1113-1146, 1995.
- ROSS, Stephen A. The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, p. 23-40, 1977.
- RYAN JR, Harley E.; WIGGINS, Roy A. Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring. *Journal of Financial Economics*, v.73, n.3, p.497-524, 2004.
- SCHERR, Frederick C.; HULBURT, Heather M. The debt maturity structure of small firms. *Financial management*, p. 85-111, 2001.
- SENBET, Lemma W.; TOSUN, Onur. Internal Control and Maturity of Debt. *WBS Finance Group Research Paper*, 2014. Robert H. Smith School Research Paper No. RHS 2512720. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2512720> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2512720>
- SILVA, Edilson dos Santos; SANTOS, Joséte Florêncio dos; ALMEIDA, Moisés Araújo. Conselho de Administração: uma análise da influência nos níveis de endividamento. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, v. 13, n. 41, p. 440-453, 2011.
- STOHS, Mark Hoven; MAUER, David C. The Determinants of Corporate Debt Maturity Structure. *Journal of Business*, p. 279-312, 1996.
- STULZ, René M. Does Financial Structure Matter for Economic Growth? A Corporate Finance Perspective. *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development*, p. 143-188, 2001.
- TARANTIN JUNIOR, Wilson. *Estrutura de capital: o papel das fontes de financiamento nas quais as companhias abertas brasileiras se baseiam*. 2013. 111 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Controladoria e Contabilidade, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2013.
- TIROLE, Jean. *The Theory of Corporate Finance*. Princeton University Press, 2006.
- XIAO, Jason Zezhong; DAHYA, Jay; LIN, Zhijun. A Grounded Theory Exposition of the Role of the Supervisory Board in China. *British Journal of Management*, v. 15, n. 1, p. 39-55, 2004.
- WOOLDRIGE, J. M. *Econometria introdutória, uma abordagem moderna*. 5. ed. Cengage Learning, 2013.
- ZOU, Hong; ADAMS, Mike; XIAO, Jason Zezhong. Does Board Independence Matter for Corporate Insurance Hedging? *The Journal of Financial Research*, v. 35, n. 3, p. 451-469, 2012.