

**UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE**

**MONICA SCIASCIA MAGALHÃES BRESSAN**

**ESTUDO DA RELAÇÃO ENTRE OS MEMBROS DO CONSELHO DE  
ADMINISTRAÇÃO COM LIGAÇÃO COM INSTITUIÇÕES BANCÁRIAS SOBRE A  
ESTRUTURA DE CAPITAL DAS COMPANHIAS NACIONAIS NÃO FINANCEIRAS DE  
CAPITAL ABERTO**

São Paulo

2013

MONICA SCIASCIA MAGALHÃES BRESSAN

ESTUDO DA RELAÇÃO ENTRE OS MEMBROS DO CONSELHO DE  
ADMINISTRAÇÃO COM LIGAÇÃO COM INSTITUIÇÕES BANCÁRIAS SOBRE A  
ESTRUTURA DE CAPITAL DAS COMPANHIAS NACIONAIS NÃO FINANCEIRAS DE  
CAPITAL ABERTO

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas da Universidade Presbiteriana Mackenzie, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas.

ORIENTADOR: Prof. Dr. Wilson Toshiro Nakamura

São Paulo

2013

B843e

Bressan, Monica Sciascia Magalhães

Estudo da relação entre os membros do conselho de administração com ligação com instituições bancárias sobre a estrutura de capital das companhias nacionais não financeiras de capital aberto. / Monica Sciascia Magalhães Bressan - São Paulo, 2013.

64 f. ; 30 cm.

Dissertação (Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresa) - Universidade Presbiteriana Mackenzie - São Paulo, 2013.

Orientador: Prof. Dr. Wilson Toshiro Nakamura

Bibliografia: p. 48-54

Reitor

Benedito Guimarães Aguiar Neto

Decano de Pesquisa e Pós-Graduação

Moises Ari Zilber

Diretor do Centro de Ciências Sociais e Aplicadas

Sérgio Lex

Coordenadora do Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas

Darcy Mitiko Mori Hanashiro

MONICA SCIASCIA MAGALHÃES BRESSAN

ESTUDO DA RELAÇÃO ENTRE OS MEMBROS DO CONSELHO DE  
ADMINISTRAÇÃO COM LIGAÇÃO COM INSTITUIÇÕES BANCÁRIAS SOBRE A  
ESTRUTURA DE CAPITAL DAS COMPANHIAS NACIONAIS NÃO FINANCEIRAS DE  
CAPITAL ABERTO

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação  
em Administração de Empresas da Universidade  
Presbiteriana Mackenzie, como requisito parcial à  
obtenção do título de Mestre em Administração de  
Empresas.

Aprovada em 05/02/2013

BANCA EXAMINADORA

---

Prof. Dr. Wilson Toshiro Nakamura  
Universidade Presbiteriana Mackenzie

---

Prof. Dr. Denis Forte  
Universidade Presbiteriana Mackenzie

---

Prof. Dr. Wesley Mendes-da-Silva  
Fundação Getúlio Vargas

## RESUMO

O objetivo deste trabalho é examinar a relação entre os membros do conselho de administração ligados a instituições bancárias sobre a estrutura de capital das companhias brasileiras não financeiras de capital aberto. A nomeação de um conselheiro ligado a banco comercial (*financial interlocking*), apesar de trazer algumas vantagens para a companhia relacionadas à sua *expertise* financeira ou mesmo a facilidade de acesso ao capital pela diminuição dos custos de monitoramento, pode gerar conflito entre os interesses dos acionistas e os desse conselheiro. Usando variáveis contábeis e relacionadas às características dos membros dos conselhos relacionados com instituições bancárias do período de 2005 a 2008, investigou-se através de análise de dados em painel a relação da presença de membros do conselho de administração com ligação com instituição bancária e os indicadores de endividamento da empresa. No entanto, os resultados obtidos não podem ser considerados significativos para validar a hipótese de existência de relação entre os membros do conselho de administração ligados a instituições bancárias sobre a estrutura de capital dessas companhias.

**Palavras-chaves:** estrutura de capital, conselho de administração, instituição bancária.

## **ABSTRACT**

The objective of this paper is analyse the relationship between members of the board linked to banking institutions on the capital structure of non-financial brazilian companies. The nomination of a director related with commercial bank (financial interlocking) brings some advantages to the company related to its financial expertise or even facilitates the access to capital by reducing the cost of monitoring, but can create conflict of interests between shareholders and the director. Using accounting data and information about the characteristics of board members with banking relationship in the period from 2005 to 2008, this paper investigates, through analysis of panel data, the relation between the presence of the director related with banking institutions and the levels of capital structure. However, the results do not indicate a significant relation between the members of the board related with banks on the capital structure of these companies.

**Keywords:** capital structure, board of directors, banks.

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Variáveis utilizadas na pesquisa .....	28
Quadro 2: Testes realizados .....	39
Quadro 3: Total de observações .....	39



## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Estatística descritiva – Variável dependente ECONT .....	40
Tabela 2 – Estatística descritiva – Variável dependente EMER .....	40
Tabela 3 – Estatística descritiva – Variável dependente EFSAT .....	40
Tabela 4 - Matriz de correlação – Variável dependente ECONT .....	41
Tabela 5 - Matriz de correlação – Variável dependente EMER .....	41
Tabela 6 - Matriz de correlação – Variável dependente EFSAT .....	42
Tabela 7 – Resultado dos Testes White, F, Breuch-Pagan e Hausman .....	42
Tabela 8 – Resultado dos modelos indicados: Efeitos fixos com erro robusto e efeitos aleatórios .....	43
Tabela 9 – Resultado dos modelos com correção de heterocedasticidade e efeitos aleatórios.....	43
Tabela 10 – Resultado variável dependente ECONT, variável independente DMEXTBCO ..	44
Tabela 11 – Resultado variável dependente EFSAT, variável independente DMEXTBCO ...	44
Tabela 12 – Resultado variável dependente EFSAT, variável independente DMEXTBCOE.	45

## SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO.....	7
1.1.	Justificativa.....	7
1.2.	Pergunta problema.....	8
1.3.	Objetivo geral.....	8
1.4.	Objetivos específicos.....	8
1.5.	Estrutura do trabalho.....	8
2.	REFERENCIAL TEÓRICO.....	9
2.1.	Estrutura de capital.....	9
2.2.	Determinantes da estrutura de capital.....	11
2.3.	Problema de agência.....	13
2.4.	Governança corporativa.....	15
2.5.	Mecanismos de Governança Corporativa.....	17
2.6.	Conselho de administração.....	19
2.7.	Governança corporativa e endividamento das empresas.....	23
2.8.	A composição do conselho de administração com membros ligados a bancos comerciais e a determinação da estrutura de capital.....	24
3.	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	27
3.1.	Coleta de dados e amostra.....	27
3.2.	Variáveis.....	28
a)	Variável dependente.....	29
b)	Variável independente.....	31
c)	Variáveis de controle.....	31
3.2.	Hipóteses.....	34
3.4.	Técnica para análise dos dados.....	35
4.	RESULTADOS.....	39
4.1.	Estatísticas Descritivas.....	40
4.2.	Matrizes de Correlação.....	41
4.3.	Análise dos dados em painel.....	42
5.	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	46
	BIBLIOGRAFIA.....	48
	APÊNDICES.....	55

APÊNDICE A - Relação das empresas com membros do conselho de administração com ligação com bancos – Banco de dados ECONT.....	56
APÊNDICE B – Relação das empresas com membros do conselho de administração com ligação com bancos – Banco de dados EMER E EFSAT.....	58

## 1. INTRODUÇÃO

### 1.1. Justificativa

A decisão acerca da estrutura de capital da empresa, isto é, a escolha entre capital de terceiros (dívidas) e capital próprio, é uma das mais importantes questões relacionadas às finanças corporativas e, por isso mesmo, amplamente estudada desde o trabalho seminal de Modigliani e Miller (1958), especialmente no que se refere aos fatores que determinam sua escolha.

A doutrina já identificou vários fatores considerados determinantes na definição da estrutura ótima de capital de uma empresa, tais como, por exemplo, o risco, o tamanho, a composição dos ativos e o crescimento (BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2007).

Outros aspectos como valores, objetivos, preferências e interesses pessoais dos sócios controladores e dos gestores também podem influenciar a decisão acerca da estrutura de capital da empresa (PROCIANOY; SCHNORREMBERG; 2004).

Sendo a estrutura de capital uma decisão estratégica da empresa, esta exige o envolvimento e a atuação do conselho de administração. Afinal, como mecanismo de governança corporativa, cabe ao conselho de administração, dentre outras funções, monitorar e ratificar as decisões da gestão (FAMA; JENSEN, 1983), com o objetivo de evitar decisões equivocadas, em detrimento da perenidade da empresa e do interesse dos seus acionistas.

No entanto, relações e interesses pessoais dos membros dos conselhos podem influenciar a tomada de decisão das companhias, inclusive quanto à estrutura de capital, como no caso de membros do conselho de administração ligados a instituições bancárias credoras ou potenciais credoras da empresa que podem dirigir a decisão de tomada de empréstimos conforme os interesses da instituição bancária e não, necessariamente, da companhia em que são conselheiros, como já identificado em estudos internacionais.

Assim, a nomeação de um conselheiro com ligação com banco comercial apesar de trazer algumas vantagens para a companhia relacionadas à sua *expertise* financeira ou mesmo à facilidade de acesso ao capital pela diminuição dos custos de monitoramento (FAMA, 1985 apud BYRD; MIZRUCHI, 2003; JAMES, 1987 apud BYRD; MIZRUCHI, 2003; LORSCH; MACIVER, 1989; KRACAW; ZENNER, 1998) pode gerar um conflito entre os interesses dos acionistas e os do conselheiro.

A relevância desse estudo no âmbito do Brasil se destaca pela relevância que os conselhos de administração vêm tomando nos últimos anos junto às companhias brasileiras como mecanismos de governança corporativa. Além disso, em que pese o crescente número de trabalhos acerca da estrutura de capital, não foi identificada nenhuma linha de pesquisa sobre este assunto no âmbito nacional.

Assim, o objetivo deste trabalho é examinar a relação entre os membros do conselho de administração ligados a instituições bancárias sobre a estrutura de capital das companhias brasileiras não financeiras de capital aberto.

## **1.2. Pergunta problema**

Os membros do conselho de administração ligados a instituições bancárias influenciam a definição da estrutura de capital das companhias brasileiras não financeiras de capital aberto?

## **1.3. Objetivo geral**

O objetivo geral deste trabalho é identificar se os membros do conselho de administração que acumulam funções junto a instituições bancárias influenciam a definição da estrutura de capital das companhias brasileiras não financeiras de capital aberto.

## **1.4. Objetivos específicos**

Este trabalho tem como objetivos específicos:

- ✓ Identificar a estrutura de capital das companhias brasileiras de capital aberto não financeiras nos anos de 2005 a 2008;
- ✓ Identificar os membros externos do conselho com ligação com as instituições bancárias;
- ✓ Apontar se os membros do conselho de administração que acumulam funções junto às instituições bancárias influenciam a definição da estrutura de capital das companhias analisadas.

## **1.5. Estrutura do trabalho**

O trabalho está organizado em cinco partes, sendo a primeira esta introdução; a segunda parte apresenta e discute as bases teóricas que suportam a pesquisa; na terceira são estabelecidos os procedimentos metodológicos empregados no desenvolvimento do estudo; na quarta parte são discutidos os resultados alcançados e, a quinta e última parte apresenta as considerações finais do estudo.

## **2. REFERENCIAL TEÓRICO**

### **2.1. Estrutura de capital**

A estrutura de capital é a proporção de capital de terceiros, ações preferenciais e ações ordinárias com que a empresa planeja levantar capital (BRIGHAM; HOUSTON, 1999).

Assim, a composição da carteira dos diferentes títulos emitidos por uma empresa para seu financiamento representa sua estrutura de capital, havendo um enorme número de combinações de financiamento pelos próprios acionistas ou por terceiros (BREALEY; MYERS; ALLEN, 2008).

Segundo Durand (1952) os gestores devem buscar uma estrutura de capital ótima que maximize o valor da empresa em função do custo de capital, isto é, sendo o custo de capital de terceiros inferior ao custo do capital próprio, a empresa deve se endividar até o ponto em que o seu custo de capital total atinja um patamar mínimo. Esse ponto indicaria a estrutura de capital ótima, que levaria à maximização do valor da empresa.

No entanto, essa relação entre a estrutura de capital e o valor da empresa é contestada pela chamada proposição I de Modigliani e Miller (1958), segundo a qual em um mercado perfeito não existiria uma estrutura de capital perfeita capaz de afetar o valor da empresa já que este depende, essencialmente, dos resultados dos investimentos e não do seu financiamento.

Modigliani e Miller (1958) determinaram também, por meio da chamada proposição II, que a taxa de retorno que os acionistas exigem da empresa aumenta à medida que o índice de endividamento em relação ao capital próprio aumenta, já que cresce o risco de inadimplência exigindo o pagamento de juros maiores.

Ocorre que o mercado está repleto de imperfeições, que acabaram por não serem consideradas pela teoria de Modigliani e Miller (1958), especialmente a questão tributária e os custos de falência e de agência (SAITO et al, 2008).

Os próprios Modigliani e Miller (1963), posteriormente, destacaram a importância dos impostos nas decisões de estrutura de capital, em função do benefício fiscal da dedutibilidade dos juros sobre o imposto de renda, o que justificaria a preferência das empresas ao endividamento.

Ainda analisando os efeitos dos impostos sobre a estrutura de capital, Miller (1977), determinou que a dedutibilidade dos juros favorece o uso de financiamento via títulos de

dívidas, ao mesmo tempo em que o tratamento tributário mais favorável do endividamento reduz a taxa de retorno exigida das ações, o que favoreceria o uso do capital próprio.

Apesar dos benefícios fiscais, nem todas as empresas baseiam sua estrutura de capital no endividamento, tendo em vista os custos de falência e de agência.

Os custos de falência se referem às despesas diretas e indiretas relativas à falência em si ou à sua mera iminência o que inclui maior custo para capital de terceiros, despesas legais e contábeis, além da dificuldade em reter clientes, fornecedores e funcionários, e da necessidade em se desfazer de ativos. Por tudo isso as empresas se sentem desencorajadas em se endividar em níveis muito altos e aumentar os custos de falência (MILLER, 1977).

Os custos de agência, por sua vez, se referem ao conflito de interesses entre os acionistas e os credores da companhia (JENSEN; MECKLING, 1976), isto é, os acionistas podem utilizar estratégias contrárias ao interesse dos credores, tais como: assumir riscos mais elevados, incentivar o subinvestimento e realizar o pagamento de dividendos extraordinários deixando menos ativo disponível na empresa, dificultando, desta forma, o pagamento dos credores.

Ao mesmo tempo, um endividamento maior pode ser utilizado como instrumento de disciplina dos administradores quanto à escolha de seus projetos, à medida que maus projetos podem gerar a inadimplência da empresa (DAMODARAN, 2004) e prejudicar a todos os interessados: acionistas, credores e os próprios gestores.

De qualquer modo, foi a partir da teoria de estrutura de capital de Modigliani e Miller (1958) que outras teorias acerca da definição da estrutura de capital foram desenvolvidas, entre elas, a do equilíbrio ou *trade off* e a da hierarquia das fontes ou *pecking order*.

A teoria do *trade off* compara as vantagens fiscais da dívida com os custos das dificuldades financeiras, com o objetivo de se conseguir um nível ótimo de estrutura de capital (MYERS, 1984). Por este motivo os gestores tendem a aumentar os níveis de dívida até o ponto em que o valor de incentivos fiscais resultantes de juros adicionais for compensado pelos custos adicionais de dificuldades financeiras.

Aos custos de falência, considerados pela teoria do *trade-off*, pode-se somar, também, os custos de agência, dado que ambos refletem os custos de dificuldades financeiras e que devem ser considerados num modelo expandido dessa teoria (NAKAMURA *et al*, 2007).

A assimetria de informações, isto é, o fato dos administradores terem informações mais detalhadas quanto às perspectivas da empresa do que os investidores é a base da teoria da hierarquia das fontes ou *pecking order* desenvolvida por Myers e Majluf (1984).

De acordo com esta teoria, os gestores estabelecem uma ordem de preferência para financiamento da empresa, preferindo utilizar recursos gerados internamente, e só depois, captar recursos por meio de novas dívidas e, por último emitir novas ações (NAKAMURA et al, 2007).

O uso de recursos internos tem a vantagem de não gerar nenhum custo de transação, ao passo que o uso de dívida pode sinalizar uma informação positiva sobre a empresa (NAKAMURA et al, 2007). Na linha da teoria da sinalização desenvolvida por Ross (1977), as mudanças na estrutura de capital e na distribuição de dividendos refletem na percepção que o mercado tem acerca da empresa, esperando que só tome empréstimos se tiver fluxos de caixa positivo no futuro (ROSS, 1977).

Além disso, com base nas informações que possuem sobre a empresa, os gestores preferem não emitir ações quando acham que o preço está excessivamente baixo. As ações, em princípio, só seriam emitidas quando a capacidade de obter recursos de terceiros está esgotada e as dificuldades financeiras são uma ameaça (BREALEY; MYERS; ALLEN, 2008). Outro ponto em desfavor da emissão de novas ações é que ela poder sinalizar que as ações encontram-se superavaliadas, implicando na queda de seu valor após o anúncio (NAKAMURA et al, 2007).

## **2.2. Determinantes da estrutura de capital**

Os determinantes da estrutura de capital são os atributos que influenciam sistematicamente as decisões de financiamento das empresas (SILVEIRA; PEROBELLI; BARROS, 2008), sendo vários os fatores indicados pelas teorias de finanças que definem a estrutura de capital.

Brito, Corrar e Batistella (2007), destacam que o mercado brasileiro possui características próprias que impactam diretamente nas decisões de financiamento das empresas, entre elas o restrito mercado de capitais, a elevada concentração do controle acionário das empresas, a forte restrição de fontes de capital de terceiros de longo prazo, além das elevadas taxas de juros, indicando como determinantes da estrutura de capital das maiores empresas brasileiras o risco, o tamanho, a composição dos ativos e o crescimento.



O risco do negócio pode influenciar a estrutura de capital na medida em que uma empresa com maior risco provavelmente terá fluxos de caixa insuficientes para o pagamento de suas dívidas, daí porque sua capacidade de endividamento é reduzida (GAUD *et al*, 2003; GOMES; LEAL, 2000).

Da mesma forma, a baixa capacidade de endividamento por parte de empresas em dificuldades financeiras, também pode influenciar diretamente seu nível de endividamento. Assim supõe-se que a empresa em dificuldade financeira tenha menos capacidade de endividamento (BYRD; MIZRUCHI, 2003).

O tamanho é outro fator que determina a estrutura de capital haja vista que empresas maiores e, em princípio, com menor probabilidade de falência, teriam uma maior capacidade de endividamento (GAUD *et al*, 2003; RAJAN; ZINGALES, 1995; TITMAN; WESSELS, 1988).

Diversos estudos apontam a estrutura dos ativos da empresa ou sua tangibilidade como outro determinante da estrutura de capital na medida em que empresas com maior quantidade de ativos tangíveis, que poderiam ser utilizados como garantia da dívida, reduziram seu custo de captação aumentando a sua capacidade de endividamento (GAUD *et al*, 2003; GOMES; LEAL, 2000; RAJAN; ZINGALES, 1995; TITMAN; WESSELS, 1988).

A expectativa de crescimento da companhia e, conseqüentemente dos retornos esperados, também tem o condão de influenciar sua estrutura de capital, já que as empresas dão maior preferência pelo uso de recursos próprios (BRITO; LIMA, 2005; GAUD *et al*, 2003; GOMES; LEAL, 2000), conforme demonstrado pela teoria do *pecking order*.

A rentabilidade é outro fator determinante da estrutura de capital, isto é, as empresas preferem financiar seus investimentos por meio da retenção de lucros, evitando dívidas com terceiros ou mesmo a captação de novos sócios, na linha da teoria do *pecking order* (MYERS, 1984; MYERS; MAJLUF, 1984). Quanto maior o lucro, maior a capacidade de financiamento com recursos próprios.

Porém, como lembram Procianoy e Schnorremberg (2004), a decisão sobre a estrutura de capital das empresas pode ser determinada, também, por outros aspectos como valores, objetivos, preferências e interesses dos sócios controladores e dos próprios gestores.

Outros estudos analisam a influência de fatores psicológicos dos gestores na tomada de decisão da estrutura de capital, como é o caso do trabalho de Hackbarth (2004) que apontou evidências de que os gestores com vieses de crescimento e/ou percepção de risco tendem a escolher pelo aumento da dívida em contraposição com gestores imparciais.

Kroszner e Strahan (1999) e Byrd e Mizruchi (2003), por sua vez, identificaram a relação entre a tomada de dívida e a presença de membros do conselho de administração relacionados com bancos comerciais credores ou potenciais credores, como será mais aprofundado à frente.

Assim, relações e interesses pessoais dos acionistas e até mesmo dos membros dos conselhos seriam suscetíveis de influenciar a tomada de decisão das companhias quanto à estrutura de capital.

### **2.3. Problema de agência**

O desenvolvimento do mercado de capitais em geral forneceu grande parte do financiamento necessário para o crescimento das empresas privadas, criando um cenário em que as companhias deixaram de ser geridas por seus proprietários, para o serem por gestores contratados especialmente para essa função (SILVEIRA, 2005).

O papel do gestor é prezar pela perenidade da empresa e geração de valor para o acionista, de modo que este veja seu investimento devidamente remunerado ao longo do tempo. Além dos interesses dos acionistas, os executivos devem lidar, também, com o interesse dos demais *stakeholders* da companhia: empregados, governo, fornecedores, consumidores etc.

Apesar disso, os executivos podem tomar decisões visando beneficiar suas próprias carreiras ou remunerações em detrimento do valor para o acionista, sem que este último tenha, por si próprio, condições de realmente julgar e avaliar a atuação dos gestores de suas companhias (MERRETT; HOUGHTON, 1999). Podem os gestores, ainda, tomar decisões simplesmente equivocadas ou desalinhadas dos interesses dos acionistas.

Assim, o gestor, que deveria agir sempre no melhor interesse da empresa do próprio acionista, procurando lhe adicionar valor, age em função de seu próprio interesse, isto é, tendo em vista maximizar sua própria “utilidade pessoal” (SILVEIRA, 2005). Esse é o chamado problema de agência.

Para Jensen e Meckling (1976), um relacionamento de agência é um contrato onde uma ou mais pessoas (principal) contrata outra (agente) para desempenhar alguma tarefa em seu

favor, delegando autoridade para tomada de decisão pelo agente em nome do principal. Acontece que, como visto, o agente muitas vezes, age em seu próprio interesse e não no do principal, que o contratou.

A necessidade de monitoramento e controle das atividades dos agentes geram o chamado custo de agência que envolve os custos de criação e estruturação de contratos entre principal e o agente, despesas de monitoramento das atividades dos agentes pelo principal, despesas do próprio agente para demonstrar que seus atos não prejudicarão o principal, além de perdas residuais, resultado da diminuição de riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal (JENSEN; MECKLING, 1976).

Além do problema de agência entre acionistas e gestores, nos países onde há uma maior concentração acionária, existe o problema de agência entre o acionista controlador e o acionista minoritário.

Segundo Berndt (2000) os direitos oriundos da propriedade das ações podem ser separados em duas modalidades: o direito de controle, que implica na possibilidade de indicação dos administradores das companhias e o direito à participação na distribuição de dividendos. Os acionistas que não integram o grupo de controle (acionistas minoritários) têm direito apenas aos dividendos, ou seja, o acionista controlador apropria-se de valor não distribuído aos demais acionistas, constituindo-se, inclusive, em um incentivo para que em países com baixa proteção ao acionista minoritário haja pequena dispersão do direito de voto (BEBCHUK, 1999).

Outro problema de agência diz respeito à relação entre credores e acionistas. Isso porque um maior endividamento da empresa implica no fornecimento de recursos por parte dos credores sem que estes tenham controle sobre a aplicação desses recursos (BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2007), podendo os acionistas assumir um comportamento oportunista em detrimento dos interesses dos credores (HARRIS; RAVIV, 1991) como assumir riscos maiores em prejuízo desses credores (JENSEN; MECKLING, 1976). Esse potencial problema de agência, gera custos adicionais relacionados à imposição de cláusulas restritivas nos contratos de empréstimos (MATOS, 2001).

A governança corporativa tenta, então, minimizar os problemas de agência, com a implementação de mecanismos que permitam alinhar os interesses das partes envolvidas.

## 2.4. Governança corporativa

Na definição encontrada no Código de Melhores Práticas de Governança Corporativas do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) (2009), a governança corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre os proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. Destaca, ainda, que as boas práticas de governança corporativa buscam o alinhamento de interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade.

Silveira (2005, p. 27) define a governança corporativa como “o conjunto de mecanismos internos e externos que visam harmonizar a relação entre gestores e acionistas, dada a separação entre controle e propriedade”. Segundo ele, a adoção das práticas de governança corporativa implica em melhores resultados das empresas e numa melhor avaliação do preço de suas ações no mercado.

Nesse sentido, a partir da proposição de Hart (1995) de que a avaliação dos títulos envolve o fluxo de juros e dividendos esperados e, também, os direitos que eles conferem a seus titulares, La Porta et al (1998) apontam que não é o direito de crédito intrínseco ao título que influencia seu preço, mas a garantia de que esse direito poderá ser de fato exercido. Desse modo, torna-se relevante a existência de um sistema que assegure esse exercício.

Tanto é assim que, em países com fraca proteção legal aos investidores, as empresas têm dificuldade de captação externa de recursos, sendo em grande parte controladas apenas pelo Estado ou pelas famílias que as fundaram (LA PORTA et al, 2000).

Shleifer e Vishny (1997, p. 737), por sua vez, entendem que a governança corporativa envolve um conjunto de mecanismos pelos quais “os fornecedores de recursos garantem que obterão para si o retorno sobre seu investimento”. Os fornecedores de recursos podem ser tanto os acionistas como os credores, sendo que em qualquer dos casos a predisposição de aplicar recursos na companhia depende essencialmente da existência de práticas que lhes protejam por parte dos gestores ou acionistas controladores (SILVEIRA, 2005).

Já Hilb (2009) defende uma governança corporativa voltada aos *stakeholders*, com o objetivo de criar valor simultaneamente para acionistas, clientes, empregados e públicos, definindo-a como um sistema pelo qual empresas são estrategicamente dirigidas, integrativamente

gerenciadas e holisticamente controladas, de forma empreendedora e ética e de maneira apropriada em cada situação específica.

Nesse contexto de integrar o interesse dos *stakeholders* na governança corporativa, de acordo com Aguilera e Jackson (2003), podem ser observados três conflitos de agência:

- ✓ Conflitos de classe, em que os interesses da alta gestão e dos acionistas divergem do interesse dos empregados;
- ✓ Conflitos entre *insiders* e *outsiders*, isto é, quando o interesse da alta gestão e dos empregados (*insiders*) diverge dos interesses dos acionistas (*outsiders*);
- ✓ Conflitos de alinhamento entre acionistas e gestores.

Jensen (2000), no entanto, critica esse entendimento de se agregar à governança corporativa o interesse dos *stakeholders*, uma vez que os gestores não teriam uma orientação a seguir no caso de conflitos de interesses entre os próprios *stakeholders*, a não ser seus próprios princípios pessoais, o que poderia levar a ineficiência da companhia.

Vale lembrar, ainda, a lição de Silveira (2005, p. 44) segundo o qual o sistema de governança corporativa adotado pelas companhias depende muito do ambiente institucional em que se insere: “O Estado, por meio da definição dos sistemas financeiro e legal, modela a formação do mercado de capitais local e do grau de proteção dos investidores, influenciando o modelo de governança das empresas.” Daí o porquê das diferenças entre os sistemas de governança corporativa de diversos países.

Assim, seja pela estrutura de propriedade das empresas (controle concentrado ou pulverizado), pela amplitude dos interesses alcançados pela governança (*shareholders* ou *stakeholders*) ou por determinantes institucionais (traços culturais, formação histórica das economias e fundamentos legais), podem-se identificar diversos modelos de governança corporativa.

De modo geral, pode-se identificar, porém, três principais modelos: (I) o nipo-germânico, no qual o controle das corporações ocorre, principalmente, através de mecanismos internos consistentes nos conselhos de administração e pelas participações cruzadas, entre capital bancário, companhias seguradoras e outras corporações; (II) o anglo-saxão, caracterizado pela pulverização do controle acionário, e onde os mecanismos de controle externo são mais presentes, principalmente pelo próprio mercado de capitais, por meio da oscilação de preço

das ações que sinalizam a aprovação ou não da administração (LETHBRIDGE, 1997) e (III) o modelo baseado na propriedade familiar (BERGAMINI JUNIOR, 2005).

No mercado brasileiro, em que há uma forte concentração do controle acionário, com poucas empresas de capital realmente diluído, muitas vezes nas mãos de consórcios de acionistas ou das famílias de seus fundadores, a governança corporativa tem tido um papel regulador dos poderes do acionista majoritário, buscando garantir os direitos dos acionistas minoritários (MALDONADO, 2002), à medida que os acionistas controladores detêm o poder de tomar decisões que podem prejudicar os interesses dos minoritários.

Essa condição favorece ainda mais a baixa liquidez dos mercados de ações, o descaso com os acionistas minoritários e o fraco desempenho do conselho de administração de atuar no interesse de todos os acionistas, e não apenas no interesse dos acionistas majoritários (ARAUJO; ESPOSITO, 2004).

Nos últimos anos, porém, as empresas brasileiras passaram a demandar por um maior financiamento, levando a acessar os mercados de capital nacional e internacional, que exigem a adoção de práticas de governança corporativa, especialmente no que se refere à maior proteção do acionista minoritário, maior transparência das informações ao mercado e profissionalização do conselho de administração (SILVEIRA, 2005).

Além do foco na proteção ao acionista minoritário pela legislação societária, destacam-se as iniciativas do IBGC e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) na elaboração de códigos de conduta de governança corporativa, além da adoção pela BM&FBovespa do chamado Novo Mercado (SILVA et al, 2009), segmento de listagem concebido para as ações emitidas por companhias abertas que respeitem voluntariamente as práticas de governança e os requisitos de transparência além dos já exigidos pela legislação, e que aumentam os direitos dos acionistas e a qualidade das informações divulgadas pelas companhias listadas (SILVEIRA; SAITO, 2009).

## **2.5. Mecanismos de Governança Corporativa**

Não há uma única fórmula para se distinguir o melhor formato de governança corporativa, mas existem quatro princípios básicos que devem sempre ser observados.

O primeiro deles é o *Fairness*, ou equidade, que representa o senso de justiça e de equidade que deve prevalecer em favor dos acionistas em geral contra transgressões de acionistas

controladores e seus gestores; o segundo é o *Disclosure*, ou transparência, de acordo com o qual se deve garantir a manutenção de dados acurados, registros contábeis fora de dúvidas e que seus relatórios sejam entregues dentro dos prazos estipulados; o terceiro é o *Accountability* que se refere à responsabilidade pela prestação de contas por parte dos que tomam as decisões de negócios; e, por fim, o *Compliance*, isto é, as atividades da empresa e de seus gestores devem prezar pela obediência e cumprimento das normas (STEINBERG, 2003).

Com base nesses princípios devem se estabelecer os mecanismos de governança corporativa.

Segundo Becht, Bolton e Roell (2003), cinco mecanismos internos e externos poderiam mitigar os potenciais conflitos de interesse nas empresas:

- (1) a eleição de um conselho de administração que represente os interesses dos acionistas;
- (2) a aquisição ou outorga de procurações a um acionista que temporariamente concentra o poder de voto para resolver uma crise, chegar a uma decisão importante ou remover um gestor ineficaz;
- (3) o monitoramento contínuo por um grande investidor ou um intermediário financeiro, como um banco, uma companhia ou um fundo de pensão;
- (4) a remuneração dos executivos contratados por meio de ações ou bônus de subscrição, o que alinharia seus interesses com os dos investidores;
- (5) a definição clara dos deveres dos gestores e sua responsabilização por práticas que tenham causado prejuízo aos investidores.

De acordo com Tirole (2005), incentivos implícitos e explícitos podem alinhar os interesses dos gestores com o interesse dos acionistas. Um incentivo explícito é a adoção de pacote de remuneração, composto de salário, bônus e ações ou opções de ações a partir de medidas de desempenho com o objetivo de internalizar os interesses dos acionistas. O risco, no entanto, é a manipulação dos dados contábeis que aufere esse desempenho pelos gestores.

Já como incentivos implícitos pode-se mencionar a possibilidade do mau gestor ser simplesmente demitido, gerar uma aquisição hostil ou um conflito para aquisição de controle.

O monitoramento da gestão é outro mecanismo apontado por Tirole (2005) e que pode ser realizado a partir de informações passadas ou prospecções, de forma ativa ou especulativa,

por um conselho de administração, auditoria, acionistas, credores, investidores e agências de *rating*.

Dentre os mecanismos internos apontados por Silveira (2005), tem-se a atuação do conselho de administração, a remuneração dos gestores e a posse de ações por parte dos executivos. Com relação aos mecanismos externos, destacam-se a obrigatoriedade da divulgação de informações periódicas sobre a companhia, a presença de um mercado de aquisição hostil e a existência de um mercado de trabalho competitivo.

Muitos desses mecanismos estão definidos em Códigos de Melhores Práticas de Governança Corporativa, que reforça a necessidade de participação ativa e independente do conselho de administração, o fornecimento de informações precisas e transparentes para o mercado e igualdade de direitos entre todos os acionistas (SILVEIRA, 2005).

De acordo com Tirole (2005) apesar de os códigos serem apenas recomendações, sem caráter vinculativo, o principal motivo pelo qual impactam é por seu papel de orientação do público geral, inclusive os investidores.

## **2.6. Conselho de administração**

Um dos mecanismos de governança corporativa mais relevante é o conselho de administração, cuja função principal seria controlar a gestão da empresa (SILVEIRA, 2005).

No Brasil, as atribuições legais do conselho de administração estão definidas no art. 142 da Lei das Sociedades Anônimas (Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976), que determinou que cabe ao conselho a fiscalização da gestão dos diretores, o exame de livros e papéis da companhia, dos contratos celebrados e quaisquer outros atos ligados à administração da empresa.

De acordo com Silveira (2005), o conselho de administração é o principal mecanismo interno de governança corporativa, responsável por (I) monitorar as decisões da alta gestão, isto é, mensurar o desempenho e estabelecer a recompensa, e (II) ratificar as decisões da gestão, ou seja, escolher a decisão a ser implementada (FAMA; JENSEN, 1983).

Segundo Becht, Bolton e Roell (2003), a missão do conselho de administração é selecionar o diretor-presidente, monitorar a gestão e votar importantes decisões como fusões e aquisições, mudança na remuneração do diretor-presidente e mudanças na estrutura de capital como recompra de ações ou novas emissões de dívidas.



Para Tirole (2005) o conselho de administração monitora a gestão em favor dos acionistas, o que implica na definição ou na aprovação da maior parte das decisões e estratégias da companhia, tais como: alienação de ativos, investimentos ou aquisições, ofertas públicas de aquisição, remuneração dos executivos, supervisão da gestão de riscos e auditorias. Também podem oferecer conselhos e conexões para a gestão.

No entanto, a atuação do conselho de administração pode ir além do mero monitoramento e controle da gestão, podendo oferecer à empresa informações e recursos externos, de modo a melhor inseri-la no contexto de mercado (JOHNSON; DAILY; ELLSTRAND, 1996; DAVIS; USEEM, 2002).

De modo a garantir uma efetiva atuação do conselho de administração, deve-se: cuidar da separação do papel do presidente do conselho de administração e do diretor executivo, em função do grau de controle e influência sobre apenas uma pessoa no processo de tomada de decisão (WEIR, 2006); ter um maior número de não diretores no conselho de administração; cuidar da qualificação dos conselheiros nomeados; e, se criar comitês para se determinar o pacote de remuneração da alta administração (WEIR, 1997) ou para cuidar de decisões mais complexas.

Contudo, ainda que a diretoria tenha de responder perante o conselho, é certo que a atividade de ambos os grupos está intimamente ligada (ALDERFER, 1986), devendo haver uma sintonia entre eles, refletida, sempre, no resguardo do interesse dos acionistas.

A integridade e competência, além da qualificação dos membros do conselho, também pesam bastante quando se fala na adoção de uma adequada governança corporativa (FAIRCHILD; LI, 2005), daí ser comum a indicação de ex-diretores de grandes companhias já que, em princípio, possuem as habilidades necessárias para guiar e avaliar a atuação dos diretores (FAMA, 1980).

A grande maioria dos códigos de práticas de governança corporativa reforça a importância do conselho de administração dentro do sistema de governança corporativa.

O Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC (2009, p. 29), define o conselho de administração, como “órgão colegiado encarregado do processo de decisão de uma organização em relação ao seu direcionamento estratégico”. Sua missão é:

(...) proteger e valorizar a organização, otimizar o retorno do investimento no longo prazo e buscar o equilíbrio entre os anseios das partes interessadas (*shareholders* e demais *stakeholders*), de modo que cada uma receba benefício apropriado e proporcional ao vínculo que possui com a organização e ao risco a que está exposta (IBGC, 2009, p. 29).

Algumas das recomendações do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC (2009) acerca do conselho de administração são:

- ✓ Ser composto apenas por conselheiros externos e independentes.
- ✓ É recomendável que o diretor-presidente não seja membro do Conselho de Administração, devendo participar das reuniões de Conselho apenas como convidado. Porém, quando o diretor-presidente fizer parte do conselho, evitar o acúmulo das funções de presidente do conselho e diretor-presidente pela mesma pessoa.
- ✓ O número de conselheiros deve variar conforme o setor de atuação, porte, complexidade das atividades, estágio do ciclo de vida da organização e necessidade de criação de comitês. O recomendado é de, no mínimo, 5 (cinco) e, no máximo, 11 (onze) conselheiros.
- ✓ O prazo do mandato do conselheiro não deve ser superior a 2 (dois) anos, sendo a reeleição recomendada mas por período de tempo limitado para se evitar a vitaliciedade.
- ✓ Formação de comitês para estudo de assuntos específicos e que demandam mais tempo, cuja quantidade deve ser limitada ao porte da organização.

Além disso, o IBGC recomenda que na composição do conselho a empresa deve observar a diversidade de experiências, qualificações e estilos de comportamento para que reúna as competências necessárias ao exercício de suas atribuições, incluindo o conhecimento em finanças.

Já o conselho de administração das empresas que pretendem ser incluídas na listagem do Novo Mercado da BM&FBovespa deve ser composto por no mínimo, cinco membros, com mandato unificado de, no máximo, 2 (dois) anos, sendo que pelo menos 20% (vinte por cento) dos conselheiros deverá ser independente, sendo assim considerados aqueles eleitos nos termos do art. 141, parágrafos 4º e 5º e art. 239 da Lei 6.404/76, de acordo com os quais os acionistas minoritários têm direito de eleger 1 (um) membro do conselho (BM&FBOVESPA, 2009).

De acordo com o IBGC, há três classes de conselheiros:

- ✓ Externos: conselheiros que não têm vínculo atual com a organização, mas não são independentes. Por exemplo: ex-diretores e ex-funcionários, advogados e consultores que prestam serviços à empresa, sócios ou funcionários do grupo controlador e seus parentes próximos, etc.;
- ✓ Internos: conselheiros que são diretores ou funcionários da organização;
- ✓ Independentes: não ter qualquer vínculo com a organização.

A orientação de se compor o conselho de administração com membros externos à empresa, isto é, de não executivos, tem como principal fundamento garantir a autonomia do órgão no monitoramento da gestão, o que só poderia ser realizado de modo eficaz por conselheiros externos profissionais (SILVEIRA, 2005).

A presença de conselheiros externos também diminuiria a possibilidade de conluio dos altos executivos em detrimento dos acionistas (FAMA; JENSEN, 1983). O único membro interno do conselho de administração poderia ser o diretor executivo, dado que nenhum outro membro se sentiria à vontade em monitorar e criticar o seu trabalho, receando uma retaliação (JENSEN, 2000).

No entanto, apesar da relevância do conselho de administração como mecanismo de governança corporativa, ainda enfrenta algumas dificuldades para realizar os objetivos a ele propostos.

No Brasil, onde o problema de agência se refere principalmente à relação entre o acionista controlador e o acionista minoritário, a independência do conselho de administração depende da possível influência do acionista controlador sobre esse órgão e não, necessariamente, aos gestores da companhia (DUTRA; SAITO, 2002).

A figura do acionista controlador no mercado de capitais brasileiro pode diminuir o papel do conselho de administração no controle da gestão da empresa, à medida que a maioria dos seus membros é indicada pelo próprio acionista controlador, reduzindo a possibilidade de uma postura ativa e independente dos conselhos necessária para o cumprimento de suas atribuições (SILVEIRA, 2005, p. 57).

Outros problemas apontados por Silveira (2005) com relação ao conselho de administração das companhias brasileiras são:

- ✓ Nas empresas familiares, os membros do conselho podem não ser profissionais, prejudicando a qualidade da análise das questões estratégicas da companhia;
- ✓ Nas companhias subsidiárias nacionais o conselho é em grande parte composto por executivos estrangeiros da matriz, com pouca disponibilidade para exercer seu papel;
- ✓ Nas companhias estatais, o conselho é composto por ocupantes de altos cargos públicos indicados por razões políticas, não profissionais, com pouca qualificação e pouca disponibilidade para exercer seu papel;
- ✓ Não há uma política de remuneração variável dos membros do conselho, que funcionaria como motivador para melhor desempenho.

Apesar dos potenciais limites ao trabalho do conselho de administração, a sua relevância como mecanismo de governança corporativa é incontestável. Iniciativas institucionais e governamentais para adoção de mecanismos de governança corporativa efetivos refletem essa exigência dos mercados, seja por meio do IBGC ou da BMF&BOVESPA, seja por meio da mudança da legislação financeira e societária, sendo uma questão de tempo para que as empresas consigam superar as limitações e componham conselhos atuantes e efetivos.

## **2.7. Governança corporativa e endividamento das empresas**

Outros estudos apontaram que características da governança corporativa das empresas também podem influenciar a determinação da estrutura de capital.

Silveira, Perobelli e Barros (2008), identificaram que o endividamento das empresas brasileiras tem uma relação positiva com a qualidade da governança corporativa, especialmente no que se refere às características da estrutura de propriedade e controle e do conselho de administração.

Vakilifard et al (2011), por sua vez, analisaram a relação entre o conselho de administração e a estrutura de capital, identificando que empresas nas quais o diretor-presidente não acumula a função de presidente do conselho e naquelas em que há poucos membros, há uma tendência de maior alavancagem.

Já para Bopkin e Arko (2009), a propriedade das ações pelos diretores influencia positivamente a escolha de dívida de longo prazo sobre o patrimônio, enquanto que participação acionária externa é insignificante em prever as decisões de financiamento corporativo. O tamanho do conselho de administração também é positivamente significativo sobre a dívida de longo prazo. A independência do conselho e o acúmulo das funções de

diretor e presidente do conselho, por outro lado, não seriam fatores relevantes na determinação da estrutura de capital.

Merece destaque, ainda, o fato da dívida também ser vista como um mecanismo de governança corporativa, exercendo pressão sobre a atuação dos gestores, à medida que tomando dinheiro de fora da empresa, se reduz a capacidade dos gestores em desperdiçar seu fluxo de caixa livre (TIROLE, 2005). É menos provável que o administrador utilize irracionalmente dos fluxos de caixa se a empresa tiver grandes exigências de despesas financeiras, as quais poderiam custar o seu próprio emprego (BRIGHAM; HOUSTON, 1999).

Porém, o uso da dívida como mecanismo de disciplina aos gestores pode fazer com que os gestores deixem de investir em bons projetos, devido justamente à falta de liquidez (TIROLE, 2005), aos compromissos contratuais de não aumentar seu financiamento com terceiros ou de liquidar seus ativos em situações em que não seria economicamente eficiente (SILVEIRA, 2005).

## **2.8. Composição do conselho de administração por membros com ligação com bancos comerciais. *Financial interlocking***

Quando um membro do conselho da empresa possui ligação com outras empresas tem-se estabelecido o *board interlocking* (MIZRUCHI, 1996).

A implementação do *interlocking* pelas empresas, de forma geral, podem ter diferentes motivações: (i) quando a empresa procura se associar a outras empresas do mesmo setor com o objetivo de gerir riscos (integração horizontal), (ii) quando a empresa procura se associar com fornecedores e cliente de modo a garantir insumos e mercado consumidor (integração vertical), (iii) quando pretende adquirir conhecimento e habilidade essenciais ao negócio (expertise), e (iv) quando busca adquirir reputação que pode ser transferida da reputação pessoal do conselheiro indicado (SCHOORMAN; BAZERMAN; ATKIN, 1981).

Por outro lado, como já visto, para a composição do conselho de administração, recomenda-se que se deve buscar a indicação de conselheiros com experiência e conhecimento que possam contribuir para sua atuação na proteção dos interesses dos acionistas.

É por esse motivo ser comum a indicação de membros ao conselho com conhecimento na área financeira ligados a instituições bancárias de forma que possam fornecer sua *expertise* na área de finanças (LORSCH; MACIVER, 1989).

Essa situação específica de nomeação de membro ligado à instituição bancária se caracteriza como *financial interlocking*, em que a empresa, além do conhecimento que esse conselheiro pode trazer, pode conseguir um maior acesso ao capital, o que seria mais comum em empresas que passam por dificuldade financeira (MIZRUCHI; STEARNS, 1993).

Ao mesmo tempo essa posição junto ao conselho permite aos bancos um melhor monitoramento da empresa, tendo em vista o maior acesso a informações, além da capacidade de disciplinar a gestão por meio de remuneração ou simples rescisão (KROSZNER; STRAHAN, 1999), funcionando mesmo como um mecanismo externo de governança corporativa (TIROLE, 2005; BRIGHAM; HOUSTON, 1999).

Essa condição implica na redução dos custos de monitoramento por parte dos bancos (DIAMOND, 1984; FAMA, 1985 apud BYRD; MIZRUCHI, 2003), o que refletiria em menores custos de captação de capital para a empresa (JAMES, 1987 apud BYRD; MIZRUCHI, 2003), facilitando o acesso ao capital junto à instituição bancária cujo membro do conselho tenha alguma ligação e, também, com outros bancos e para o próprio mercado, já que a simples presença do representante do banco implicaria em uma espécie de certificação quanto à saúde financeira da empresa (KRACAW; ZENNER, 1998). Petersen e Rajan (1995), inclusive, relataram um aumento na disponibilidade de crédito para empresas que tem essa espécie de relação com bancos.

Outra possibilidade é a exigência do próprio banco credor ou potencial em indicar um membro do conselho com quem tenha relação de modo a garantir o já mencionado monitoramento da empresa (ONG; WAN; ONG, 2003).

No entanto, a presença de um membro no conselho com ligação com uma instituição bancária cria um potencial conflito de interesses decorrente de um possível monopólio de informação e dependência financeira. Essa relação seria exacerbada no caso da exigência de indicação de conselheiro por parte de banco credor, e que pode levar esse conselheiro a desviar-se de seu papel para favorecer a instituição bancária a quem é ligado, levando a empresa a captar mais capital a juros mais altos, realocar projetos que sejam de maior interesse para os bancos credores ou, simplesmente, limitar o interesse de algumas instituições em emprestar para essas companhias em função da concorrência que teriam com relação ao banco cujo membro do conselho tem relação (RAJAN, 1992; KRACAW; ZENNER, 1998).

Ainda, de acordo com Kroszner e Strahan (1999) esses conflitos tendem a ser mais comuns nas empresas com dificuldades financeiras já que dependem mais de financiamento externo e os credores tem interesse em diminuir sua alavancagem para garantir o adimplemento dos empréstimos já feitos. Já para as empresas saudáveis o interesse de maior alavancagem é comum aos acionistas e aos bancos, além do fato de, em regra, essas empresas possuem projetos de melhor qualidade para investir.

Byrd e Mizruchi (2003) concluíram que o impacto dos membros com ligação com bancos credores no conselho de administração é consistente com o papel de monitoramento, independentemente da situação financeira da companhia, dado que há um efeito negativo entre a presença de membros com relação com bancos credores e o índice de dívida. No caso dos membros do conselho representantes de banco não credores nas companhias com situação financeira difícil, seu papel é de fato prover a companhia de *expertise* e certificação, dada a relação positiva entre sua presença e os índices de dívida. Já nas companhias com situação financeira estável seu impacto se assemelha ao do credor, isto é, cumprem um papel de monitoramento.

Considerando que a empresa pode escolher um membro do conselho com relação com banco já antecipando uma necessidade futura de capital ou que o próprio conselheiro pode facilitar o acesso ao crédito com o conseqüente aumento do endividamento, Ciamarra (2006), demonstrou que a presença do membro do conselho com relação com banco tem um efeito positivo na alavancagem da companhia.

Nessa mesma linha, João Mergulhão (2010) concluiu pela influência positiva entre o aumento do endividamento das empresas norte-americanas e a presença de membros no conselho com relação com bancos, especialmente quando esse membro possui uma proximidade maior de *network* com os demais membros do conselho da companhia.

### **3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS**

#### **3.1. Coleta de dados e amostra**

A amostra do presente estudo é composta pelos dados de companhias abertas não financeiras negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BMF&Bovespa) ativas nos anos de 2005 a 2008, num total inicial de 264 empresas.

A escolha da análise de empresas com essas características se justifica por que:

I. Empresas negociada na Bolsa de Valores de São Paulo (BMF&Bovespa): o trabalho está sendo realizado no Brasil, pela conveniência de obtenção de informações relativas a essas empresas e pelo fato de inexistirem trabalhos com dados nacionais nessa mesma linha de pesquisa.

II. Empresas Sociedade Anônima de Capital Aberto: a fonte de coleta de dados são as demonstrações contábeis das empresas de divulgação obrigatória ao público em geral.

III. Empresas não financeiras: optou-se por analisar as empresas não financeiras em função das especificidades da atividade e fluxo financeiro das empresas financeiras.

Com relação ao período analisado, optou-se pela coleta de dados entre os anos de 2005 a 2008 diante do viés que a reconhecida crise financeira internacional deflagrada em 2008 poderia causar sobre os dados coletados.

O levantamento dos dados contábeis foi feito por meio do banco de dados Economática Pro, assim como o indicador relacionado à liquidez das ações das empresas analisadas no mercado, enquanto que o valor de mercado das companhias foi obtido por meio do Informe Técnico disponibilizado no site da BMF&Bovespa.

Já as informações relacionadas aos conselhos de administração e bancos credores foram feitas a partir das informações publicadas pelas companhias por meio do site da CVM – Comissão de Valores Mobiliários, consistente no relatório de Informações Anuais (tamanho do conselho, quantidade de membros externos, nome dos conselheiros e de sua experiência profissional) e nas Notas Explicativas (bancos credores).

A coleta dos dados relacionados com os conselhos de administração foi a mais complexa em função da ausência de padronização das informações disponibilizadas pelas empresas, seja no relatório de Informações Anuais como nas Notas Explicativas.



Com relação à identificação do conselheiro ligado a instituição bancária, foram identificadas duas situações específicas por meio da análise das Informações Anuais: a indicação do membro com qualquer relação com qualquer banco e a indicação de membro que tem como principal atividade ser Executivo de instituição bancária.

Em ambos os casos, foram identificados apenas os membros considerados externos, ou seja, que não integram a diretoria da empresa, participando apenas do conselho da empresa, e que, ele ou a instituição bancária, não sejam considerados investidores, isto é, que não possuam mais que 5% da participação societária na empresa analisada.

Na sequência, se identificou se a instituição bancária a que o membro do conselho era ligado era credora da empresa junto das suas notas explicativas dos balanços contábeis.

A partir dos dados coletados, foram calculados os indicadores utilizados na pesquisa com o uso de planilha em Excel e, em seguida, excluídos os dados das empresas que com algum dado considerado outlier e de empresas sem liquidez no mercado.

### 3.2. Variáveis

A partir do referencial teórico levantado e dos objetivos do presente estudo, foram estabelecidas as variáveis dependente, independente e de controle, sintetizadas no Quadro 1 abaixo:

Variáveis	Descrição	Fórmula
<b>Dependente:</b>		
ECONT	Participação de Capitais de Terceiros	$ECONT = (\text{passivo circulante} + \text{exigível de longo prazo}) / \text{patrimônio líquido contábil}$
EMER	Endividamento a mercado	$EMER = (\text{passivo circulante} + \text{exigível de longo prazo}) / \text{valor de mercado}$
EFSAT	Endividamento financeiro sobre ativo total	$EFSAT = (\text{duplicatas descontadas} + \text{instituições financeiras} + \text{transferências de longo prazo} + \text{outros não cíclicos} + \text{exigível de longo prazo}) / \text{ativo total}$
<b>Independente:</b>		
DMEXTBCO	Dummy - 0 não há membro do conselho com qualquer ligação com instituição bancária; 1 há membro do conselho de administração com qualquer ligação com instituição bancária	
DMEXTBCOE	Dummy - 0 não há membro do conselho com ligação como Executivo de instituição bancária; 1 há membro do conselho com ligação como Executivo de instituição bancária	

DMEXTBCOC	Dummy - 0 não há membro do conselho com ligação com instituição bancária credora; 1 há membro do conselho com ligação com instituição bancária credora	
DMEXTBCOCE	Dummy - 0 não há membro do conselho com ligação como Executivo de instituição bancária credora; 1 há membro do conselho com ligação como Executivo de instituição bancária credora	
<b>de controle</b>		
RISK	Risco	RISK = DESVIO PADRÃO DA RENTABILIDADE
DZSCORE	Dificuldade financeira – Dummy - 0 significa que a empresa está na numa situação neutra ou em boa situação financeira, enquanto que 1 significa que a empresa está em dificuldade financeira.	Z-SCORE = 6,5 (capital de giro / ativo total) + 3,26 (lucros acumulados / ativo total) + 6,72 (lucro antes de impostos e taxas / ativo total) + 1,05 (patrimônio líquido / passivo total)
ATIVOS	Composição do ativo	ATIVOS = ATIVO PERMANENTE / ATIVO TOTAL
TAM	Tamanho	TAM = LN RECEITA OPERACIONAL
CRESC	Expectativa de crescimento	CRESC = VALOR DE MERCADO DAS AÇÕES/VALOR CONTÁBIL DO PATRIMONIO
FINT	Capacidade financeira	FINT = LUCRO LÍQUIDO / PATRIMÔNIO LÍQUIDO

Quadro 1: Variáveis utilizadas na pesquisa

Fonte: Elaborada pela autora.

### a) Variável dependente

Para fins de análise serão utilizados índices de endividamento como indicadores de mensuração da estrutura de capital e que indicam a política de obtenção de recursos da empresa.

A opção na utilização de mais de um indicador como *proxy* da estrutura de capital tem como objetivo ampliar a análise a partir de diferentes fontes de medida da alavancagem das empresas analisadas considerando os valores contábeis, valores de mercado e endividamento financeiro.

**I. Participação de Capitais de Terceiros (ECONT):** indica o percentual de Capital de Terceiros em relação ao Patrimônio Líquido:

$$ECONT = (PC + ELP)/PLcont$$

Sendo:

PC = passivo circulante

ELP = exigível a longo prazo

PLcont = patrimônio líquido contábil

O índice de participação de capitais de terceiros relaciona duas grandes fontes de recursos da empresa, ou seja, capitais próprios e capitais de terceiros. É um indicador de dependência financeira a terceiros abrangendo tanto as dívidas de longo como as de curto prazo.

Em regra entende-se que a estrutura de capital é representada pelas dívidas de longo prazo. Porém, há a possibilidade das dívidas de curto prazo integrarem a estrutura de capital, principalmente quando são sistematicamente renegociados, representando recursos permanentemente utilizados pela empresa (NAKAMURA; MARTIN; KIMURA, 2004). Daí a inclusão desse índice para análise da estrutura de capital.

Esse índice, no entanto, considera apenas os valores contábeis e não leva em conta a origem dos recursos (debêntures, empréstimos e financiamentos bancários, etc.). Assim, como forma de complementar a análise foram utilizado, também, os índices de endividamento a mercado e o endividamento financeiro sobre ativo total.

**II. Endividamento a mercado (EMER):** indica o percentual de Capital de Terceiros em relação ao Patrimônio Líquido a valor de mercado:

$$EMER = (PC + ELP)/PLmerc$$

Sendo:

PC = passivo circulante

ELP = exigível a longo prazo

PLmerc = patrimônio líquido a valor de mercado

Esse índice também relaciona capitais próprios e capitais de terceiros como fonte de recursos, porém, com relação ao valor de mercado da companhia.

**III. Endividamento Financeiro Sobre Ativo Total (EFSAT):** indica a participação do passivo financeiro no financiamento do ativo da empresa, mostrando a dependência da empresa junto a instituições financeiras. O ativo total representa a totalidade dos recursos aplicados na empresa, enquanto a dívida financeira representa os recursos provenientes de bancos ou outras fontes financeiras.

$$EFSAT = (DD+IF+TLP+ONC+ELP)/AT$$

Sendo:

DD = duplicatas descontadas

IF = instituições financeiras

TLP = transferências de longo prazo

ONC = outros não cíclicos (não diretamente relacionadas à operação), p.ex.: dividendos, imposto de renda e outros

ELP = exigível a longo prazo

AT = ativo total

**b) Variável independente:**

**Presença de membros externos do conselho de administração com relação com instituições bancárias**

Além disso, com o objetivo de realizar a análise, foram criadas *dummies* para a variável independente sendo que 0 significa que não há membro no conselho com relação com banco e 1 quando há membro com ligação com instituição bancária, sendo que nesse caso, há três situações possíveis:

I. DMEXTBCO – se considerou a presença de membro do conselho de administração com qualquer ligação com instituição bancária;

II. DMEXTBCOE – se considerou a presença apenas de executivos de instituições bancárias como membro do conselho de administração das empresas analisadas;

III. DMEXTBCOC – se considerou apenas membros do conselho com qualquer ligação com instituição bancária credora da empresa analisada.

IV. DMEXTBCOCE – se considerou apenas membros do conselho Executivos de instituição bancária credora da empresa analisada.

**c) Variáveis de controle:**

As variáveis de controle são aquelas que podem interferir na relação entre as variáveis dependente e independente. Na presente análise, as variáveis de controle se referem às demais

determinantes da estrutura de capital, assim estabelecidas por estudos anteriores como mais relevantes.

### **I. Risco (RISK)**

Como já visto, espera-se que quanto maior o risco do negócio, menor é a capacidade de endividamento, já que provavelmente seus fluxos de caixa não serão suficientes para o pagamento de suas dívidas (GAUD et al, 2003; GOMES; LEAL, 2000).

A *proxy* utilizada corresponde ao desvio padrão da rentabilidade da empresa:

$$\text{RISK} = \text{LUCRO LIQUIDO} / \text{PATRIMONIO LÍQUIDO}$$

### **II. Empresas com dificuldades financeiras (ZSCORE)**

A equação do Z-score foi elaborada por Edward I. Altman (1968) com o objetivo de medir a probabilidade de falência da empresa num prazo de dois anos utilizando-se dos dados dos demonstrativos financeiros. É, portanto, utilizada para estabelecer se a empresa encontra-se ou não em dificuldade financeira.

Assim, como forma de identificar se a empresa encontra-se com dificuldade financeira, na mesma linha da pesquisa de Byrd e Mizruchi (2003), optou-se em se utilizar do Z-score de Altman, porém, na sua versão adaptada aos mercados emergentes (ALTMAN, 1968).

$$\text{Z-SCORE} = 6,56 X_1 + 3,26 X_2 + 6,72 X_3 + 1,05 X_4$$

$X_1$  = capital circulante / ativo total

$X_2$  = lucros retidos / ativo total

$X_3$  = lucro antes de impostos e taxas / ativo total

$X_4$  = patrimônio líquido / passivo total

Espera-se que o *Z-score* indique o nível de influência que o membro do conselho pode ter na estrutura de capital de empresas com dificuldades financeiras que dependem mais de financiamento externo.

Nesse modelo, valores abaixo de 1,1 indicam alto risco de insolvência, e valores acima de 2,6 indicam um baixo risco de insolvência, enquanto valores entre 1,1 e 2,6 representam uma área de não identificação.

Dessa forma, para realização da análise, foram criadas *dummies* para a variável de controle ZSCORE sendo que 0 significa que a empresa está numa situação neutra ou em boa situação financeira, enquanto que 1 significa que a empresa está em dificuldade financeira.

### III. Tamanho da empresa (TAM)

Quanto maior a empresa, menor o risco de falência, daí terem um endividamento maior que as pequenas empresas, principalmente com relação às dívidas de longo prazo. Já as dívidas das pequenas empresas tendem a ser de curto prazo pela dificuldade de acesso ao mercado de longo prazo ou mercado de capitais. A *proxy* utilizada será o logaritmo natural da receita operacional líquida (TITMAN; WESSELS, 1988):

$$\text{TAM} = \text{LN RECEITA OPERACIONAL LIQUIDA}$$

### IV. Composição dos ativos (ATIVO)

As empresas com maior volume de ativos tangíveis tendem a endividar-se mais na medida e que podem usar esses ativos como garantia, reduzindo os custos do endividamento e aumentando a sua capacidade de endividamento (GAUD et al, 2003; GOMES; LEAL, 2000; RAJAN; ZINGALES, 1995; TITMAN; WESSELS, 1988):

$$\text{ATIVOS} = \text{ATIVO PERMANENTE} / \text{ATIVO TOTAL LÍQUIDA}$$

### V. Expectativa de crescimento da empresa (CRESC)

Conforme a teoria do *pecking order*, uma vez que as empresas dão uma maior preferência pelo uso de recursos próprios, espera-se que a expectativa de crescimento da companhia e, conseqüentemente dos retornos esperados, influenciem positivamente no seu endividamento (BRITO; LIMA, 2005; GAUD et al, 2003; GOMES; LEAL, 2000).

A expectativa de crescimento pode ser indicada pela relação entre o preço de mercado das ações de uma empresa dividido pelo valor contábil do patrimônio (Market-to-book):

$$\text{CRESC} = \text{VALOR DE MERCADO DAS AÇÕES} / \text{VALOR CONTÁBIL DO PATRIMÔNIO}$$

## VI. Capacidade de financiamento interno (FINT)

A rentabilidade é outro fator determinante da estrutura de capital, isto é, as empresas preferem financiar seus investimentos por meio da retenção de lucros, evitando dívidas com terceiros ou mesmo a captação de novos sócios, na linha da teoria do *pecking order* (MYERS, 1984; MYERS; MAJLUF, 1984). Quanto maior o lucro, maior a capacidade de financiamento com recursos próprios.

A capacidade de financiamento interno alinha-se com a teoria do *pecking order* de que as empresas preferem utilizar de recursos próprios a captar recursos externamente:

$$\text{FINT} = \text{LUCRO LÍQUIDO} / \text{PATRIMONIO}$$

### 3.3. Hipóteses

Na linha dos trabalhos internacionais realizados sobre o assunto, espera-se que a presença de membro do conselho de administração com ligação com instituição bancária possua uma relação positiva sobre o endividamento das empresas, quando seu papel é prover a companhia de *expertise* e certificação. No caso desse membro ter ligação com instituição bancária credora, sua relação deverá ser negativa, já que estaria exercendo um papel de monitoramento do próprio banco credor ou do mercado.

Assim, as hipóteses analisadas no presente trabalho foram:

a) Há uma relação positiva entre a presença de membros externos do conselho de administração com ligação com instituição bancária.

$$\text{ECONT} = \beta_1 + \beta_2 \text{DMEXTBCO} + (\beta_3 \text{Risk} + \beta_4 \text{DZScore} + \beta_5 \text{TAM} + \beta_6 \text{Ativo} + \beta_7 \text{Cresc} + \beta_8 \text{Fint}) + u_{it}$$

$$\text{EMER} = \beta_1 + \beta_2 \text{DMEXTBCO} + (\beta_3 \text{Risk} + \beta_4 \text{DZScore} + \beta_5 \text{TAM} + \beta_6 \text{Ativo} + \beta_7 \text{Cresc} + \beta_8 \text{Fint}) + u_{it}$$

$$\text{EFSAT} = \beta_1 + \beta_2 \text{DMEXTBCO} + (\beta_3 \text{Risk} + \beta_4 \text{DZScore} + \beta_5 \text{TAM} + \beta_6 \text{Ativo} + \beta_7 \text{Cresc} + \beta_8 \text{Fint}) + u_{it}$$

b) Há uma relação positiva entre a presença de membros externos do conselho de administração Executivos de instituição bancária.

$$\text{ECONT} = \beta_1 + \beta_2 \text{DMEXTBCOE} + (\beta_3 \text{Risk} + \beta_4 \text{DZScore} + \beta_5 \text{TAM} + \beta_6 \text{Ativo} + \beta_7 \text{Cresc} + \beta_8 \text{Fint}) + u_{it}$$

$$\text{EMER} = \beta_1 + \beta_2 \text{DMEXTBCOE} + (\beta_3 \text{Risk} + \beta_4 \text{DZScore} + \beta_5 \text{TAM} + \beta_6 \text{Ativo} + \beta_7 \text{Cresc} + \beta_8 \text{Fint}) + u_{it}$$

$$\text{EFSAT} = \beta_1 + \beta_2 \text{DMEXTBCOE} + (\beta_3 \text{Risk} + \beta_4 \text{DZScore} + \beta_5 \text{TAM} + \beta_6 \text{Ativo} + \beta_7 \text{Cresc} + \beta_8 \text{Fint}) + u_{it}$$

c) Há uma relação negativa entre a presença de membros externos do conselho de administração com ligação com instituição bancária credora.

$$ECONT = \beta_1 - \beta_2 DMEXTBCOC + (\beta_3 Risk + \beta_4 DZScore + \beta_5 TAM + \beta_6 Ativo + \beta_7 Cresc + \beta_8 Fint) + u_{it}$$

$$EMER = \beta_1 - \beta_2 DMEXTBCOC + (\beta_3 Risk + \beta_4 DZScore + \beta_5 TAM + \beta_6 Ativo + \beta_7 Cresc + \beta_8 Fint) + u_{it}$$

$$EFSAT = \beta_1 - \beta_2 DMEXTBCOC + (\beta_3 Risk + \beta_4 DZScore + \beta_5 TAM + \beta_6 Ativo + \beta_7 Cresc + \beta_8 Fint) + u_{it}$$

d) Há uma relação negativa entre a presença de membros externos do conselho de administração Executivo de instituição bancária credora.

$$ECONT = \beta_1 - \beta_2 DMEXTBCOCE + (\beta_3 Risk + \beta_4 DZScore + \beta_5 TAM + \beta_6 Ativo + \beta_7 Cresc + \beta_8 Fint) + u_{it}$$

$$EMER = \beta_1 - \beta_2 DMEXTBCOCE + (\beta_3 Risk + \beta_4 DZScore + \beta_5 TAM + \beta_6 Ativo + \beta_7 Cresc + \beta_8 Fint) + u_{it}$$

$$EFSAT = \beta_1 - \beta_2 DMEXTBCOCE + (\beta_3 Risk + \beta_4 DZScore + \beta_5 TAM + \beta_6 Ativo + \beta_7 Cresc + \beta_8 Fint) + u_{it}$$

### 3.4. Técnica para análise dos dados

A técnica estatística utilizada foi a regressão linear múltipla que tem a finalidade de analisar as relações associativas entre uma variável métrica dependente e variáveis independentes, de modo a verificar:

- se existe uma relação entre as variáveis,
- quanto da variação da variável dependente pode ser explicada pela variável independente;
- a estrutura ou a forma da relação;
- a predição dos valores da variável dependente;
- e, também, controlar outras variáveis independentes quando da avaliação das contribuições de uma variável ou conjunto de variáveis específicas (MALHOTRA, 2001).

Os pressupostos para a análise por meio da regressão são o da normalidade (os valores de Y devem ser normalmente distribuídos para cada valor de X), da homocedasticidade (as variações em torno da linha de regressão devem ser constantes para todos os valores de X), da independência de erros (o erro de Y deve ser independente para cada valor de X) e da linearidade (a relação entre as variáveis deve ser linear).

A equação básica para a regressão linear é:



$$Y = a + \beta X +$$

Onde:

X e Y, respectivamente variável independente e dependente;

a = intercepto;

$\beta$  = coeficiente parcial de inclinação (coeficiente angular);

$u$  = erro.

A análise será realizada por meio de dados em painel, como ferramenta econométrica, tendo em vista que esta combina os dados de corte transversal com os dados de séries temporais, além de eliminar o efeito de variáveis omitidas sem que fossem observadas (STOCK; WATSON, 2004) e ainda lidar com os problemas de correlação decorrentes da heterogeneidade (entre empresas ou grupos de empresas), de forma a obter estimadores consistentes, mesmo com relação a essas variáveis omitidas (WOOLDRIDGE, 2002).

Além disso, de acordo com Gujarati (2006), utilizando dados em painel é possível minimizar o viés que decorreria da agregação de empresas em grandes conjuntos e melhor detectar e medir os efeitos das relações do que quando a análise é feita apenas por meio de corte transversal ou série temporal.

Um painel é formulado por N unidades de *cross-section* (empresas) que são observadas ao longo de T períodos de tempo. Um modelo linear de painel é demonstrado através da equação linear básica para dados em painel:

$$Y_{it} = a + \beta X_{it} + u_{it}$$

Onde:

X e Y, respectivamente variável independente e dependente;

a = intercepto;

$\beta$  = coeficiente parcial de inclinação (coeficiente angular);

$u$  = termo de perturbação estocástica ou resíduo da regressão;

$i = 1, 2, \dots, N$  indivíduos, empresas e etc,

$t = 1, 2, \dots, T$  os períodos de tempo e,

$N \times T$ , número total de observações.

Se o modelo atender todos os pressupostos básicos da regressão múltipla é possível estimá-lo pelo método de Mínimos Quadrados Ordinários – MQO, com reunião das observações dos diversos períodos em um único *pool*.

Pode-se, ainda, utilizar como método o painel com efeito fixo ou com efeito aleatório.

O modelo de efeito fixo considera que a heterogeneidade característica de uma empresa ou grupo de empresas é constante e impacta somente no intercepto, seja em um determinado instante, seja ao longo do tempo. Isto é, não existe efeito temporal significativo, mas diferenças significativas entre as empresas do modelo (YAFFEE, 2003).

No modelo de efeito aleatório, por outro lado, a estimação é feita introduzindo a heterogeneidade dos indivíduos no termo de erro.

A definição de qual modelo utilizar depende, essencialmente, de testes estatísticos:

I. Teste F para se escolher entre o modelo de efeito fixo e o *pooled*.

Para a hipótese nula ( $H_0$ ) supõe-se que não há efeito significativo nem na *cross-section* e nem nos efeitos temporais, indicando a escolha do modelo *pooled*.

Para a hipótese alternativa ( $H_1$ ) supõem-se diferença entre os indivíduos, indicando a escolha do modelo fixo.

II. Teste de Breush-Pagan para a escolha entre o modelo de efeito aleatório ou *pooled*

Na hipótese nula ( $H_0$ ) supõe-se que não há efeito significativo nem na *cross-section* e nem nos efeitos temporais, indicando a escolha do modelo *pooled*.

Para a hipótese alternativa ( $H_1$ ) supõe-se uso de modelo de efeitos aleatórios.

III. Teste de Hausman para escolher entre o modelo de efeito fixo e o de efeito aleatório

Na hipótese nula ( $H_0$ ) supõe-se que os efeitos aleatórios são melhores para o modelo.

Para a hipótese alternativa ( $H_1$ ) supõe-se uso de modelo de efeitos fixos.

Foi utilizado o software Gretl versão 1.9.9, com dados desbalanceados, já que nem todas as empresas possuíam dados para todos os exercícios analisados.

Para cada análise das relações das variáveis estudadas, foi primeiro utilizado o método MQO, realizado o teste de White para identificar se havia heterocedasticidade e, em seguida, aplicada a função “Diagnóstico de Painel” que indica o resultado para os testes F, de Breush-Pagan e Hausman. Conforme o resultado dos referidos testes optava-se pelos métodos de MQO, de efeitos fixos ou de efeitos aleatórios.

#### 4. RESULTADOS

Cada proxy da variável dependente (ECONT, EMER e EFSAT) originou uma base de dados a partir da qual foram realizados os testes e gerados os modelos econométricos, utilizando-se das diferentes proxies para a variável independente (DMEXTBCO, DMEXTBCOC, DMEXTBCOCE, DMEXTBCOE) e as demais variáveis de controle (RISK, DZSCORE, TAM,ATIVOS CRESC, FINT), conforme ilustra o quadro 2 abaixo.

BASE DE DADOS	VD	VI	VC
1	ECONT	DMEXTBCO	RISK, DZSCORE, TAM,ATIVOS CRESC, FINT
		DMEXTBCOC	RISK, DZSCORE, TAM,ATIVOS CRESC, FINT
		DMEXTBCOCE	RISK, DZSCORE, TAM,ATIVOS CRESC, FINT
		DMEXTBCOE	RISK, DZSCORE, TAM,ATIVOS CRESC, FINT
2	EFSAT	DMEXTBCO	RISK, DZSCORE, TAM,ATIVOS CRESC, FINT
		DMEXTBCOC	RISK, DZSCORE, TAM,ATIVOS CRESC, FINT
		DMEXTBCOCE	RISK, DZSCORE, TAM,ATIVOS CRESC, FINT
		DMEXTBCOE	RISK, DZSCORE, TAM,ATIVOS CRESC, FINT
3	EMER	DMEXTBCO	RISK, DZSCORE, TAM,ATIVOS CRESC, FINT
		DMEXTBCOC	RISK, DZSCORE, TAM,ATIVOS CRESC, FINT
		DMEXTBCOCE	RISK, DZSCORE, TAM,ATIVOS CRESC, FINT
		DMEXTBCOE	RISK, DZSCORE, TAM,ATIVOS CRESC, FINT

Quadro 2: Testes realizados

Fonte: Elaborado pela autora

A base de dados originada a partir da ECONT resultou em um total de 410 observações, sendo que em 117 foi identificada a presença de um ou mais membros do conselho com ligação com instituições bancárias e em apenas 14 com instituições bancárias credoras. Já nas bases de dados originadas a partir da EMER e da EFSAT, têm-se um total de 424 observações, sendo que em 121 foi identificada a presença de um ou mais membros do conselho com ligação com instituições bancárias e em 14 com instituições bancárias credoras, como se vê do quadro 3 abaixo:

Base de dados	VD	Total de Observações	Observações com conselheiro com ligação com instituição bancária	Observações com conselheiro com ligação com instituição bancária credora
1	ECONT	410	171	14
2	EFSAT	424	121	14
3	EMER	424	121	14

Quadro 3: Total de observações

Fonte: Elaborado pela autora

A seguir são apresentados os resultados das estatísticas descritivas, das matrizes de correlações e das análises em painel dos dados analisados.

#### 4.1. Estatísticas Descritivas

As estatísticas descritivas das variáveis dos modelos desse estudo são apresentadas nas tabelas 01 a 03, usando dados para todos os períodos das amostras e incluindo a média, o desvio padrão e os valores mínimos e máximos.

Tabela 1 – Estatística descritiva – Variável dependente ECONT

Variável	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão
ECONT	1,45649	0,889707	3,74E-06	19,2564	2,36298
RISK	7,8089	4,2	0,1	77,6	11,5113
TAM	13,4577	13,9038	1,94591	19,1867	2,55298
ATIVOS	0,50803	0,526334	0	0,99956	0,2572
CRESC	3404,44	1994,93	0	133649	8098,36
FINT	13,7443	12,2	-167	182,9	27,0649

Fonte: Elaborado pela autora

Tabela 2 – Estatística descritiva – Variável dependente EMER

Variável	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão
EMER	0,125749	0,039577	6,39E-08	8,7019	0,52398
RISK	18,6304	4,25	0,1	1619,3	112,997
DZSCORE	0,046053	0	0	1	0,20983
TAM	13,4686	13,9049	1,94591	19,1867	2,53014
ATIVOS	0,501657	0,523085	0	0,99956	0,25856
CRESC	4323,98	2016,86	0	250658	14867,9
FINT	0,379952	12,1	-2302,6	457,2	159,909

Fonte: Elaborado pela autora

Tabela 3 – Estatística descritiva – Variável dependente EFSAT

Variável	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão
EFSAT	0,297011	0,311764	3,06E-05	1,20431	0,197694
RISK	18,6304	4,25	0,1	1619,3	112,997
DZSCORE	0,049528	0	0	1	0,217225
TAM	13,4686	13,9049	1,94591	19,1867	2,53014
ATIVOS	0,501657	0,523085	0	0,99956	0,258561
CRESC	4323,98	2016,86	0	250658	14867,9
FINT	0,379952	12,1	-2302,6	457,2	159,909

Fonte: Elaborado pela autora

Os resultados das estatísticas descritivas apontam para evidência de assimetria na maior parte das variáveis dos modelos aqui estudados, com uma alta dispersão dos dados uma vez que se está analisando empresas de vários tamanhos e diferentes setores. Por esse motivo, os resultados das análises estatísticas dos modelos devem ser analisados com determinada cautela visto que os dados violam algumas premissas do modelo de regressão (normalidade, distribuição dos erros, por exemplo).

#### 4.2. Matrizes de Correlação

As tabelas 4 a 6 mostram as correlações entre as variáveis para cada modelo desse estudo.

Tabela 4 - Matriz de correlação – Variável dependente ECONT

ECONT	DMEXTBCO	DMEXTBCOC	DMEXTBCOE	DMEXTBCOCE	RISK	DZSCORE	TAM	ATIVOS	CRESC	FINT	
1	-0,0983	-0,0317	-0,0629	-0,0029	0,2901	-0,0359	0,1168	-0,23	0,3074	0,0666	ECONT
	1	0,2975	0,5762	0,1929	-0,025	-0,0437	0,1964	-0,0109	-0,0388	0,0958	DMEXTBCO
		1	0,1822	0,6481	-0,062	-0,0379	0,0514	0,01	-0,0357	-0,086	DMEXTBCOC
			1	0,3347	0,0677	-0,0342	0,1747	-0,0429	-0,0616	0,0113	DMEXTBCOE
				1	-0,018	-0,0246	0,0187	-0,0311	-0,0217	-0,115	DMEXTBCOCE
					1	0,2215	-0,079	-0,0628	0,0923	-0,196	RISK
						1	-0,173	0,1263	-0,0439	-0,227	DZSCORE
							1	-0,0223	-0,0285	0,1427	TAM
								1	-0,0577	0,0084	ATIVOS
									1	0,4223	CRESC
										1	FINT

Fonte: Elaborado pela autora

Tabela 5 - Matriz de correlação – Variável dependente EMER

EMER	DMEXTBCO	DMEXTBCOC	DMEXTBCOE	DMEXTBCOCE	RISK	DZSCORE	TAM	ATIVOS	CRESC	FINT	
1	0,0093	-0,0189	-0,035	-0,0043	0,2143	0,0749	0,0482	-0,0639	-0,0381	-0,222	EMER
	1	0,2924	0,572	0,1896	-0,034	-0,048	0,2005	-0,0059	-0,0467	0,0582	DMEXTBCO
		1	0,1809	0,6484	-0,025	-0,0422	0,0503	0,0143	-0,0306	0,0013	DMEXTBCOC
			1	0,3314	-0,018	-0,0485	0,1792	-0,0304	-0,0546	0,0218	DMEXTBCOE
				1	-0,014	-0,0273	0,0181	-0,0274	-0,0191	-0,009	DMEXTBCOCE
					1	0,2303	-0,032	-0,0295	0,6302	-0,971	RISK
						1	-0,153	0,0947	-0,0338	-0,242	DZSCORE
							1	-0,0265	-0,0499	0,0495	TAM
								1	-0,065	0,0231	ATIVOS
									1	-0,522	CRESC
										1	FINT

Fonte: Elaborado pela autora

Tabela 6 - Matriz de correlação – Variável dependente EFSAT

EFSAT	DMEXTBCO	DMEXTBCOC	DMEXTBCOE	DMEXTBCOCE	RISK	DZSCORE	TAM	ATIVOS	CRESC	FINT	
1	-0,1468	-0,061	-0,0175	0,0033	0,068	0,2025	0,2415	-0,0546	-0,0156	-0,084	EFSAT
	1	0,2924	0,572	0,1896	-0,034	-0,048	0,2005	-0,0059	-0,0467	0,0582	DMEXTBCO
		1	0,1809	0,6484	-0,025	-0,0422	0,0503	0,0143	-0,0306	0,0013	DMEXTBCOC
			1	0,3314	-0,018	-0,0485	0,1792	-0,0304	-0,0546	0,0218	DMEXTBCOE
				1	-0,014	-0,0273	0,0181	-0,0274	-0,0191	-0,009	DMEXTBCOCE
					1	0,2303	-0,032	-0,0295	0,6302	-0,971	RISK
						1	-0,153	0,0947	-0,0338	-0,242	DZSCORE
							1	-0,0265	-0,0499	0,0495	TAM
								1	-0,065	0,0231	ATIVOS
									1	-0,522	CRESC
										1	FINT

Fonte: Elaborado pela autora

Para Gujarati (2004), os coeficientes de correlação acima de 0,80 indicam multicolinearidade e, com isso, pode ocorrer não significância estatística das variáveis ou sinais incorretos.

O único coeficiente de correlação acima de 0,80 se deu entre as variáveis de controle risco (RISK) e capacidade de financiamento (FINT), indicando uma possível multicolinearidade entre os mesmos.

### 4.3. Análise dos dados em painel

Para a escolha entre os modelos pooled, de efeito fixo ou aleatório são analisadas as estatísticas de teste F, Breuch-Pagan e Hausman. Já para a identificação de eventual heterocedasticidade, foi utilizado o teste de White. A tabela 7 indica o resultado desses testes.

Tabela 7 – Resultado dos Testes White, F, Breuch-Pagan e Hausman

VD	VI	VC	Teste White	Teste F	Teste Breusch-Pagan	Teste Hausman	Modelo
ECON	DMEXTBCO	RISK, DZSCORE, TAM, ATIVOS, CRESC, FINT	3,6803E-07	1,6162E-36	3,9594E-34	6,8388E-07	Efeitos-fixos
ECON	DMEXTBCOC	RISK, DZSCORE, TAM, ATIVOS, CRESC, FINT	2,3035E-05	4,1256E-37	2,5146E-37	1,2783E-06	Efeitos-fixos
ECON	DMEXTBCOCE	RISK, DZSCORE, TAM, ATIVOS, CRESC, FINT	1,6230E-05	4,0621E-37	2,4005E-37	1,2397E-06	Efeitos-fixos
ECON	DMEXTBCOE	RISK, DZSCORE, TAM, ATIVOS, CRESC, FINT	1,2465E-05	6,8892E-37	2,6356E-36	7,5587E-07	Efeitos-fixos
EFSAT	DMEXTBCO	RISK, DZSCORE, TAM, ATIVOS, CRESC, FINT	1,7752E-11	2,6673E-39	2,8551E-31	9,7436E-08	Efeitos-fixos
EFSAT	DMEXTBCOC	RISK, DZSCORE, TAM, ATIVOS, CRESC, FINT	1,0169E-09	7,4724E-42	4,4953E-40	7,1881E-06	Efeitos-fixos
EFSAT	DMEXTBCOCE	RISK, DZSCORE, TAM, ATIVOS, CRESC, FINT	3,8718E-10	6,6979E-42	8,5189E-40	9,7580E-06	Efeitos-fixos
EFSAT	DMEXTBCOE	RISK, DZSCORE, TAM, ATIVOS, CRESC, FINT	1,5545E-10	9,2697E-42	9,0168E-39	7,9938E-06	Efeitos-fixos
EMER	DMEXTBCO	RISK, DZSCORE, TAM, ATIVOS, CRESC, FINT	9,9105E-01	7,3299E-01	3,7151E-03	9,8467E-01	Efeitos-aleatórios
EMER	DMEXTBCOC	RISK, DZSCORE, TAM, ATIVOS, CRESC, FINT	9,9964E-01	7,3507E-01	3,8439E-03	9,7863E-01	Efeitos-aleatórios
EMER	DMEXTBCOCE	RISK, DZSCORE, TAM, ATIVOS, CRESC, FINT	9,9941E-01	7,3306E-01	3,7251E-03	9,7918E-01	Efeitos-aleatórios
EMER	DMEXTBCOE	RISK, DZSCORE, TAM, ATIVOS, CRESC, FINT	9,8625E-01	7,5119E-01	5,7847E-03	9,6220E-01	Efeitos-aleatórios

Fonte: Elaborada pela autora.

Nos casos em que houve a indicação do modelo de efeito fixo e a presença simultânea de heterocedasticidade, optou-se pela utilização da função erro robusto para corrigir essa heterocedasticidade.

No entanto, como se vê da tabela 8 abaixo, em nenhum dos modelos indicados as variáveis independentes foram consideradas significativas com relação a variável dependente analisada.

Tabela 8 – Resultado dos modelos indicados: Efeitos fixos com erro robusto e efeitos aleatórios

VD	VI	VC	Modelo	Teste t Sig 0,01 ou 1% ***	Teste t Sig 0,05 ou 5% **	Teste t Sig 0,1 ou 10% *
ECONT	DMEXTBCO	RISK, DZSCORE, TAM, ATIVOS CRESC, FINT	Efeitos-fixos	RISK, CRESC, FINT		
ECONT	DMEXTBCOC	RISK, DZSCORE, TAM, ATIVOS CRESC, FINT	Efeitos-fixos	RISK, CRESC, FINT		
ECONT	DMEXTBCOCE	RISK, DZSCORE, TAM, ATIVOS CRESC, FINT	Efeitos-fixos	RISK, CRESC, FINT		
ECONT	DMEXTBCOE	RISK, DZSCORE, TAM, ATIVOS CRESC, FINT	Efeitos-fixos	RISK, CRESC, FINT		
EFSAT	DMEXTBCO	RISK, DZSCORE, TAM, ATIVOS CRESC, FINT	Efeitos-fixos	TAM, CRESC, FINT		
EFSAT	DMEXTBCOC	RISK, DZSCORE, TAM, ATIVOS CRESC, FINT	Efeitos-fixos	TAM, CRESC, FINT		
EFSAT	DMEXTBCOCE	RISK, DZSCORE, TAM, ATIVOS CRESC, FINT	Efeitos-fixos	TAM, CRESC, FINT		
EFSAT	DMEXTBCOE	RISK, DZSCORE, TAM, ATIVOS CRESC, FINT	Efeitos-fixos	TAM, CRESC, FINT		
EMER	DMEXTBCO	RISK, DZSCORE, TAM, ATIVOS CRESC, FINT	Efeitos-aleatórios	CRESC		
EMER	DMEXTBCOC	RISK, DZSCORE, TAM, ATIVOS CRESC, FINT	Efeitos-aleatórios	CRESC		
EMER	DMEXTBCOCE	RISK, DZSCORE, TAM, ATIVOS CRESC, FINT	Efeitos-aleatórios	CRESC		
EMER	DMEXTBCOE	RISK, DZSCORE, TAM, ATIVOS CRESC, FINT	Efeitos-aleatórios	CRESC		

Fonte: Elaborada pela autora.

Como forma de ampliar a análise, foi utilizado então como método alternativo à correção de heterocedasticidade o modelo linear com correção da heterocedasticidade, que calcula uma série ponderada dos resíduos da amostra (GUJARATI, 2006), cujos resultados são apresentados na Tabela 9.

Tabela 9 – Resultado dos modelos com correção de heterocedasticidade e efeitos aleatórios

VD	VI	VC	Modelo	Teste t Sig 0,01 ou 1% ***	Teste t Sig 0,05 ou 5% **	Teste t Sig 0,1 ou 10% *
ECONT	DMEXTBCO	RISK, DZSCORE, TAM, ATIVOS CRESC, FINT	Modelo com correção heterocedasticidade	RISK, TAM, ATIVOS, DMEXTBCO	CRESC	FINT
ECONT	DMEXTBCOC	RISK, DZSCORE, TAM, ATIVOS CRESC, FINT	Modelo com correção heterocedasticidade	RISK, TAM, ATIVOS, CRESC	FINT	
ECONT	DMEXTBCOCE	RISK, DZSCORE, TAM, ATIVOS CRESC, FINT	Modelo com correção heterocedasticidade	RISK, TAM, ATIVOS, CRESC, FINT		
ECONT	DMEXTBCOE	RISK, DZSCORE, TAM, ATIVOS CRESC, FINT	Modelo com correção heterocedasticidade	RISK, TAM, ATIVOS, CRESC	FINT	
EFSAT	DMEXTBCO	RISK, DZSCORE, TAM, ATIVOS CRESC, FINT	Modelo com correção heterocedasticidade	TAM, DMEXTBCO	DZSCORE, ATIVOS	CRESC
EFSAT	DMEXTBCOC	RISK, DZSCORE, TAM, ATIVOS CRESC, FINT	Modelo com correção heterocedasticidade	TAM		
EFSAT	DMEXTBCOCE	RISK, DZSCORE, TAM, ATIVOS CRESC, FINT	Modelo com correção heterocedasticidade	TAM		CRESC
EFSAT	DMEXTBCOE	RISK, DZSCORE, TAM, ATIVOS CRESC, FINT	Modelo com correção heterocedasticidade	TAM	DZSCORE, DMEXTBCOE	ATIVOS, CRESC
EMER	DMEXTBCO	RISK, DZSCORE, TAM, ATIVOS CRESC, FINT	Efeitos-aleatórios	CRESC		
EMER	DMEXTBCOC	RISK, DZSCORE, TAM, ATIVOS CRESC, FINT	Efeitos-aleatórios	CRESC		
EMER	DMEXTBCOCE	RISK, DZSCORE, TAM, ATIVOS CRESC, FINT	Efeitos-aleatórios	CRESC		
EMER	DMEXTBCOE	RISK, DZSCORE, TAM, ATIVOS CRESC, FINT	Efeitos-aleatórios	CRESC		

Fonte: Elaborada pela autora.



Mesmo com o uso do modelo com correção de heterocedasticidade, em apenas três deles, as variáveis independentes DMEXTBCO e DMEXTBCOE apresentaram alguma significância aos níveis de 1% e 5%, sobre a variável dependente medida pelos índices ECONT e EFSAT, conforme detalhado nas Tabelas 10 a 12.

Tabela 10 – Resultado variável dependente ECONT, variável independente DMEXTBCO

	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>razão-t</i>	<i>p-valor</i>	
const	-0,128084	0,399749	-0,3204	0,74887	
RISK	0,0490168	0,0114425	4,2837	0,00002	***
DZSCORE	0,0940361	0,526301	0,1787	0,85831	
TAM	0,128562	0,0258424	4,9749	<0,00001	***
ATIVOS	-1,05598	0,324173	-3,2574	0,00125	***
CRESC	8,85E-05	3,81E-05	2,3212	0,02092	**
FINT	-0,0089009	0,00460467	-1,933	0,05414	*
DMEXTBCO	<b>-0,365483</b>	0,128372	-2,8471	0,0047	***
Soma resíd. quadrados		2047,453	E.P. da regressão	2,55761	
R-quadrado		0,165993	R-quadrado ajustado	0,14734	
F(7, 313)		8,899487	P-valor(F)	5,31E-10	
Log da verossimilhança		-752,8714	Critério de Akaike	1521,74	
Critério de Schwarz		1551,914	Critério Hannan-Quinn	1533,79	

Nota. \*\*\* Significante ao nível de 1%; \*\* Significante ao nível de 5%; \* Significante ao nível de 10%.  
Fonte: Elaborada pela autora.

Tabela 11 – Resultado variável dependente EFSAT, variável independente DMEXTBCO

	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>razão-t</i>	<i>p-valor</i>	
const	0,01015	0,0520497	0,195	0,84551	
RISK	5,83961E-05	0,0004587	0,1273	0,89878	
DZSCORE	0,138815	0,0577435	2,404	0,01679	**
TAM	0,0218487	0,00373089	5,8562	<0,00001	***
ATIVOS	0,0822598	0,0332017	2,4776	0,01375	**
CRESC	-1,13E-06	6,52E-07	-1,7369	0,08337	*
FINT	7,95276E-06	0,000317021	0,0251	0,98	
DMEXTBCO	<b>-0,104931</b>	0,0173328	-6,0539	<0,00001	***
Soma resíd. quadrados		938,4862	E.P. da regressão	1,71791	
R-quadrado		0,198493	R-quadrado ajustado	0,18085	
F(7, 318)		11,25038	P-valor(F)	9,70E-13	
Log da verossimilhança		-634,9254	Critério de Akaike	1285,85	
Critério de Schwarz		1316,146	Critério Hannan-Quinn	1297,94	

Nota. \*\*\* Significante ao nível de 1%; \*\* Significante ao nível de 5%; \* Significante ao nível de 10%.  
Fonte: Elaborada pela autora.

Tabela 12 – Resultado variável dependente EFSAT, variável independente DMEXTBCOE

	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>razão-t</i>	<i>p-valor</i>	
const	0,0241906	0,0586258	0,4126	0,68016	
RISK	0,00014818	0,000554477	-0,2672	0,78946	
DZSCORE	0,0906181	0,0453689	1,9974	0,04664	**
TAM	0,0198739	0,00420807	4,7228	<0,00001	***
ATIVOS	0,0613975	0,0369602	1,6612	0,09766	*
CRESC	-1,24E-06	6,54E-07	-1,8963	0,05882	*
FINT	0,00017425	0,000385768	-0,4517	0,6518	
DMEXTBCOE	<b>-0,0514662</b>	0,022727	-2,2645	0,02421	**
Soma resíd. quadrados		942,5267	E.P. da regressão	1,7216	
R-quadrado		0,125991	R-quadrado ajustado	0,10675	
F(7, 318)		6,548666	P-valor(F)	3,11E-07	
Log da verossimilhança		-635,6257	Critério de Akaike	1287,25	
Critério de Schwarz		1317,547	Critério Hannan-Quinn	1299,34	

Nota. \*\*\* Significante ao nível de 1%; \*\* Significante ao nível de 5%; \* Significante ao nível de 10%.

Fonte: Elaborada pela autora.

Ainda como se vê das tabelas 10 a 12, em todos os resultados a relação entre as variáveis dependente e independente foram negativas.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O conselho de administração é sem dúvida uma importante ferramenta para uma boa governança corporativa. Exatamente por isso, a escolha de seus membros deve ser feita considerando uma série de fatores, entre eles a *expertise* do conselheiro ou mesmo as relações que esse conselheiro tem e que podem trazer alguma vantagem para a empresa.

Como a área financeira tem uma função fundamental nas empresas, é bastante comum a indicação de profissionais relacionados com instituições bancárias, gerando o chamado *financial interlocking*. Em princípio esse membro além de possuir conhecimento em finanças, pode facilitar o acesso das empresas ao capital, o que contribuiriam com uma maior alavancagem. Contudo, esse membro também pode exercer um papel de monitoramento, o que implicaria em uma relação negativa sobre o endividamento da companhia, especialmente quando a instituição bancária em questão for credora.

Os poucos resultados significativos obtidos no presente estudo apontam que o membro do conselho de administração com qualquer relação com instituição bancária ou mesmo como Executivo dessa última, teria um papel de monitoramento sobre o endividamento da empresa, acha vista a relação negativa indicada para os testes realizados com os índices de endividamento ECONT e EFSAT para a variável independente medida por DMEXTBCO e DMEXTBCOE.

Ressalte-se que essa relação negativa, contudo, era esperada para a variável independente medida por DMEXTBCOC e DMEXTBCOCE (que indicavam a ligação do membro do conselho com instituição bancária credora), ao passo que para DMEXTBCO e DMEXTBCOE essa relação deveria ter sido positiva.

Ademais, ao contrário de muitos estudos internacionais já realizados, a maioria dos demais resultados obtidos não identificou nenhuma relação entre a presença desse tipo de membro com o nível de endividamento da companhia, pelo que se conclui pela impossibilidade de se validar a hipótese de existência de relação entre os membros do conselho de administração ligados a instituições bancárias sobre a estrutura de capital das empresas.

Cumprido destacar que no Brasil, apesar de exigido em lei há anos, o conselho de administração está ainda numa fase de aperfeiçoamento, e que por isso, muitas vezes, ainda tem papel mais consultivo do que de fato atuante na tomada de decisões.

Além disso, há de se considerar que o presente trabalho enfrentou algumas limitações, especialmente no que se refere ao período analisado dos índices de endividamento, de apenas quatro anos, e, principalmente, a confiabilidade dos dados relacionados com os conselhos e das instituições credoras, dado que não há um modelo padrão das informações que devem ser prestadas, ficando a critério das companhias, por exemplo, relacionar exatamente todas as atividades que o conselheiro contratado exerce ou mesmo quais bancos são credores. Outra limitação que pode ter resultado na ausência de resultados significativos para a variável independente medida por DMEXTBCOC e DMEXTBCOCE é a pequena quantidade de observações para essa análise.

A qualidade da atuação dos membros do conselho é um tópico bastante abordado pela doutrina e pelo mercado, especialmente quando surgem escândalos financeiros em empresas antes classificadas como com um bom nível de governança corporativa. Por esse motivo, uma sugestão para aprofundamento da pesquisa é a análise da efetividade da atuação do conselho das empresas analisadas na tomada de decisão da empresa ou mesmo na identificação do real envolvimento individual do conselheiro na tomada de decisão da empresa, inclusive com relação ao seu endividamento, o que depende muito das características da própria companhia, além da sua dedicação ao cargo e que pode ser comprometida por outras atividades paralelas que possui.

## BIBLIOGRAFIA

AGUILERA, Ruth V.; JACKSON, Gregory. The cross-national diversity of corporate governance: dimension and determinants. *Academy of Management Review*, v. 28, p. 447-465, 2003.

ALDERFER, Clayton P.. The invisible director on corporate boards. *Harvard Business Review*, p. 38-52, 1986.

ALTMAN, Edward I. Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *Journal of Finance*, p. 189–209, 1968.

ARAUJO, Daniel; ESPOSITO, Andrea. Country governance study: Brazil, Standard and Poor's, 2004. Disponível em <http://www.ppge.ufrgs.br/giacomo/arquivos/gov-corp/araujo-esposito-2004.pdf>. Acesso em 27/11/2011.

BEBCHUK, L. A. A rent-protection theory of corporate ownership and control. *NBER Working paper n. 7203*, Cambridge, 1999.

BECHT, Marco; BOLTON, Patrick; ROELL, Ailsa. Corporate governance and control. In: CONSTANTINIDES, George; HARRIS, Milton; STULZ, Rene. *Handbook of the economics of finance*. New York: North Holland, 2003.

BERGAMINI JR., Sebastião. Controles internos como um instrumento de governança corporativa. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 12, n. 24, p. 149-188, 2005.

BERNDT, M. Global differences in corporate governance systems: theory and implications for reforms. *Discussion Paper n. 303*, Harvard Law School Cambridge, 2000.

BM&FBOVESPA. *Regulamento de listagem do novo mercado*, 2008. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/RegulamentoNMercado.pdf>. Acesso em 11/11/2011.

BOKPIN, Godfred A.; ARKO, Anastacia C.. Ownership structure, corporate governance and capital structure decisions of firms: Empirical evidence from Ghana. *Studies in Economics and Finance*, v. 26, n. 4, p. 246-256, 2009.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; ALLEN, Franklin. *Princípios de Finanças Corporativas*. 8ª edição, São Paulo: McGraw-Hill, 2008.

- BRIGHAM, Eugene F.; HOUSTON, Joel F. *Fundamentos da Moderna Administração Financeira*. Rio de Janeiro: Campus, 1999.
- BRITO, Giovani Antonio; CORRAR, Luiz J.; BATISTELLA, Flavio Donizete. Fatores determinantes da estrutura de capital que atuam no Brasil. *Revista de Contabilidade e Finanças - USP*, n. 43, p. 9-19, 2007.
- BRITO, Ricardo D.; LIMA, Monica R. A Escolha da Estrutura de Capital sob Fraca Garantia Legal: O Caso do Brasil. *Revista Brasileira de Economia*, n. 59(2), p. 177-208, 2005.
- BYRD, Daniel T.; MIZRUCHI, Mark S. Bankers on the Board and the Debt Ratio of Firms. *Journal of Corporate Finance*, v. 11, p. 129-173, 2003.
- CIAMARRA, E. Monitoring by affiliated bankers on corporate boards: evidence from corporate financing outcomes. *Financial Management*, 2012.
- DAMODARAN, A. *Finanças corporativas*. Teoria e prática. 2ª edição, Porto Alegre: Bookman, 2004.
- DAVIS, G.F.; USEEM, M. Chapter 11 top Management, company directors and corporate control. *Handbook of Strategy and Management*, edited by Pettigrew W., Thomas, H. and Whettington, R. Sage Publications, 2002.
- DIAMOND, D. Financial intermediation and delegated monitoring. *The Review of Economic Studies*, v. 51, p. 393-414, 1984.
- DURAND, David. Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. *Conference on Research on Business Finance*. New York: National Bureau of Economic Research, 1952.
- DUTRA, Marcos Galileu Lorena; SAITO, Richard. Conselhos de administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração Contemporânea - RAC*, v. 6, n. 2, p. 9-27, 2002.
- FAIRCHILD, Lisa; LI, Joanne. Director Quality and Firm Performance. *The Financial Review*, v. 40, p. 257-279, 2005.
- FAMA, Eugene. Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, n. 88, p. 288-307, 1980.

FAMA, Eugene; JENSEN, Michael. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, v. 26, p. 301-327, 1983.

GAUD, Philippe; JANI, Elion; HOESLI, Martin; BENDER, André. The capital structure of Swiss companies: an empirical analysis using dynamic panel data. *Fame Research Paper*, n. 68, 2003.

GUJARATI, Damodar. *Econometria Básica*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

GOMES, Gabriel Lourenço; LEAL, Ricardo P. Câmara. Determinantes da Estrutura de Capitais das Empresas Brasileiras com Ações Negociadas em Bolsas de Valores. *Finanças Corporativas*. Organizadores: Ricardo P. Câmara Leal, Newton C. A. da Costa Jr., Eduardo F. Lemgruber. São Paulo: Atlas, 2000.

HACKBARTH, Dirk. Managerial traits and capital structure decisions. *Working Paper*. 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=362740>>. Acesso em: 14/10/2011.

HART, Oliver. *Firms, contracts and financial structure*. Oxford: Oxford University Press, 1995.

HARRIS, M., RAVIV, A. The Theory of Capital Structure. *Journal of Finance*, v.45, 1991.

n.2, 321-349. HILB, Martin. *A Nova Governança Corporativa: ferramentas bem sucedidas para conselho de administração*. São Paulo: Saint Paul Editora, 2009.

IBGC - INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 4ª ed. São Paulo, 2009.

JENSEN, Michael; MECKLING, William. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, p. 305-360, 1976.

JENSEN, Michael. *A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims, and Organizational Forms*. Harvard University Press, 2000.

JONHSON, L.J.; DAILY, C.M.; ELLSTRAND, A.E.. Boards of directors. A review and research agenda. *Journal of Management*, v. 22, n. 3, p. 409-438, 1996.

KROSZNER, R. S.; STRAHAN, P. E.. Bankers on boards: Monitoring, conflicts of interest, and lender liability. *Journal of Financial Economics*, v. 62, p. 415-452, 2001.

LA PORTA, Rafael; SHLEIFER, Andrei; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; VISHNY, Robert. Law and Finance. *Journal of Political Economy*, v. 106, p. 1113-1155, 1998.

LA PORTA, Rafael; SHLEIFER, Andrei; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; VISHNY, Robert. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economy*, v. 58, p. 3-27, 2000.

MALHOTRA, N.K. *Pesquisa de Marketing: uma orientação aplicada*. Porto Alegre: Bookman, 2001.

MALDONADO, Gisela Cesar. Corporate Governance in Brazil. *International Financial Law Review*, London, p. 145, 2002.

MATOS, J. A. *Theoretical foundations of corporate Finance*, Princeton University press, NY, 2001.

MERGULHÃO, João; MATOS, J. Amaro de; FERREIRA, M.; MATOS, P.. The Network Centrality of Influential Bankers: a new Capital Structure Determinant, *Working Paper*, 2010. Disponível em <http://bibliotecadigital.fgv.br/ocs/index.php/ebf/11EBF/paper/view/2603/1262> Acesso em 13/12/2012.

MERRETT, David T.; HOUGHTON, Keith A.. *Takeovers and corporate governance: whose interests do directors serve?*. *Abacus*, v. 35, n. 2, 1999.

MILLER, M. Debt and Taxes. *Journal of Finance*, v. 32, p. 261-75, 1977.

MIZRUCHI, Mark S. What do interlocks do? An analysis, critique and assessment of research on interlocking directors. *Annual Review of Sociology*, v. 22, p. 271-298, 1996.

MIZRUCHI, Mark S.; STEARNS, L.B. Composition and corporate financing: The impact of financial institution representation on borrowing. *The Academy of Management Journal*, v. 36, n.3, p. 603-618, 1993.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, v. 48, p. 261-297, 1958.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, v. 53, n. 3, p. 433-443, 1963.



MYERS, Stewart C. Capital Structure Puzzle. *NBER Working Paper* n. 1393, 1984.

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

NAKAMURA, Wilson Toshiro; MARTIN, Diógenes M. L. e KIMURA, Herbert, Novas Evidências sobre Estrutura de Capital no Brasil, *Anais do CLADEA*, realizado em Puerto Plata, República Dominicana, 2004.

NAKAMURA, Wilson T; MARTIN, Diogenes Manoel Leiva; FORTE, Denis; FILHO, Antonio Francisco de Carvalho; COSTA, Andre Castrilho Ferreira da; AMARAL, Alexandre Cintra do. Determinantes da estrutura de capital do mercado brasileiro: Análise de regressão com painel de dados no período de 1999 a 2003. *Revista de Contabilidade e Finanças da USP*, n.44, p. 72-85, 2007.

ONG, C; WAN,D; ONG, K. An exploratory study on interlocking directorates in listed firms in Singapore. *International Corporate Governance*, v. 11, n.4, p. 322-334, 2003.

PROCIANOY, Jairo Laser; SCHNORREMBERG, Adalberto. A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras. *Revista Brasileira de Economica*, Rio de Janeiro, 2004.

RAJAN, R.. Insiders and outsiders: The choice between informed and arm's length debt, *Journal of Finance* v. 47, p. 1367-1400, 1992.

ROSS, Stephen A. The determination of financial structure: the incentive signaling approach. *Bell Journal of Economics*. v. 8, p. 23-40. 1977.

SAITO, Richard; TERRA, Paulo Renato Soares; SILVA, Andre Luiz Carvalho; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. O Cinquentenário de Modigliani & Miller. *Revista de Administração de Empresas – RAE*, vol. 48 n. 4, p.64-66, 2008.

SCHOORMAN, F.D.; BAZERMAN, M.H., ATKIN, R.S.. Interlocking directorates: a strategy for reducing environmental uncertainty. *Academy of Management Review*, v.6, n. 2, p. 243-251, 1981.

STEINBERG, Herbert. *A dimensão humana da Governança Corporativa*. São Paulo, Editora Gente, 2003.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, n. 94, p. 461-488, 1986.

SILVA, Wesley Mendes da; ANDRADE, Jose Mauro Ferraz; FAMA, Rubens; MALUF FILHO, Jorge Arnaldo. Disclosure via website corporativo; um exame de informações financeiras e de governança no mercado brasileiro. *Revista de Administração de Empresas, São Paulo*, v. 49, n.2, p. 190-205, 2009.

PETERESEN, M. RAJAN, R. The benefits of lending relationships: evidence from small business data, *Journal of Finance*, n. 49, p. 3-37, 1994.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. *Governança corporativa: desempenho e valor da empresa no Brasil*. São Paulo: Saint Paul Editora, 1ª Ed., 2005.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. Leal, Ricardo Pereira Câmara. BARROS, Lucas Ayres Barreira de Campos. CARVALHAL-DA-SILVA, Andre Luiz. Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, v. 44, n. 3, p. 173-189, 2009.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. PEROBELLI, Fernanda Finotti Cordeiro. BARROS, Lucas Ayres Barreira de Campos. Governança Corporativa e os Determinantes da Estrutura de Capital: Evidências Empíricas no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 12, n. 3, p. 763-788, 2008.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli; SAITO, Richard. Corporate governance in Brazil: landmarks, codes of best practices and more challenges. *The IUP Journal of Corporate Governance*, v. VIII, n. 2, 2009.

STOCK, J. H.; WATSON, M. W. *Econometria*. Pearson Education do Brasil, 2004.

TIROLE, Jean. *The Theory of Corporate Finance*. 1a ed. Princeton: Princeton University Press, 2005.

TITMAN, Sheridan; WESSELS, Roberto. The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, v. 43 , n.1, p.1-19, 1988.

VAKILIFARD, Hamid Reza; GERAYLI, Mahdi Safari; YANESARI, Abolfazl Momeni; MA'ATOOFI, Ali Reza. Effect of Corporate Governance on Capital Structure: Case of the Iranian Listed Firms. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, Issue 35, p. 165-172, 2011.

WEIR, Charlie. Corporate governance, performance and take-overs: an empirical analysis of UK mergers. *Applied Economics*, n. 29, p. 1465-1475, 1997.

WEIR, Charlie; WRIGHT, Mike. Governance and takeovers: are public-to-private transactions different from traditional acquisitions of listed corporations? *Accounting & Business Research*, v. 36, n. 4, p. 289-307, 2006.

WOOLDRIDGE, J. M. *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, MIT Press 2002.

YAFFEE, R.A. A Primer for Panel Data Analysis. Setembro/2003. Disponível em: <http://www.nyu.edu/its/statistics/Docs/pda.pdf>. Acesso em 27/11/2011.

## APÊNDICES

## APÊNDICE A - Relação das empresas com membros do conselho de administração com ligação com bancos – Banco de dados ECONT

EMPRESA	ANO	BANCO QUE MEMBRO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO POSSUI LIGAÇÃO	BANCOS CREDORES
Bardella	2005	Safra	
Bardella	2006	Safra	
Bematech	2007	Banco do Brasil	
Bematech	2008	Banco do Brasil	
BHG	2007	Espirito Santo	
BR Brokers	2007	Pactual	
BR Brokers	2008	Pactual	
Brasil Telec	2005	Citigroup	Citibank, JP Morgan, Santander, HSBC, Alfa
Brasil Telec	2006	Citigroup	
Braskem	2005	Icatu	
Braskem	2006	Icatu	
BRF Foods	2008	Banco do Brasil	BNDES, Banco do Brasil, Unibanco, HSBC, Votorantim, Santander, UBS Pactual, Credit Suisse, Finabank, Itau
Cemar	2005	Pactual	
Cemar	2006	Pactual	
Cesp	2006	Nossa Caixa	
Cesp	2007	Nossa Caixa	
Cesp	2008	Nossa Caixa	
Confab	2005	Unibanco	
Confab	2006	Unibanco	
Confab	2007	Unibanco	
Confab	2008	Unibanco	
Contax	2005	BNDES, Banco do Brasil	
Contax	2006	BNDES, Banco do Brasil	
Copel	2005	BNDES	Banestado, Banco do Brasil, BNDES
Copel	2006	BNDES	Banestado, Banco do Brasil, BNDES
Copel	2007	BNDES	Banco do Brasil, BNDES
Copel	2008	BNDES	Banco do Brasil, BNDES
Coteminas	2006	CEF	
Coteminas	2007	CEF	
Coteminas	2008	CEF	
CPFL Energia	2008	Banco do Brasil	BNDES, Banco do Brasil
Cremer	2008	Banco Alfa	
Cyrela Realty	2005	Nossa Caixa	
Cyrela Realty	2006	Nossa Caixa	

Cyrela Realty	2007	Nossa Caixa	
Cyrela Realty	2008	Nossa Caixa	
Dasa	2007	Unibanco	
Dasa	2008	Unibanco	Votorantim, Banco do Brasil, HSBC, Itau, BNDES, Unibanco
Embraer	2005	Banco do Brasil	
Embraer	2007	Unibanco	
Embraer	2008	Unibanco	
Equatorial	2008	Pactual	
Eternit	2007	Nossa Caixa	
Fibria	2007	Citibank	
Fibria	2008	Citibank, BNDES	
Globex	2005	Unibanco, Financia, Safra	Unibanco
Globex	2006	Unibanco, Financia	Unibanco
Globex	2007	Unibanco, Financia	Unibanco, Safra, BNDES
Grendene	2005	Pactual	
Grendene	2006	Pactual	
Grendene	2007	Pactual	
Grendene	2008	Pactual	
Helbor	2007	Bradesco	
Helbor	2008	Bradesco	
Hypermarcas	2008	Praemia	
Iguatemi	2007	Safra	
Iguatemi	2008	Safra	
Iochp-Maxion	2006	Unibanco	
Iochp-Maxion	2007	Unibanco	
Iochp-Maxion	2008	Unibanco	
Lojas Renner	2005	Financia	
Lojas Renner	2006	Financia	
M. Diasbranco	2006	Financia	
M. Diasbranco	2007	Financia	
M. Diasbranco	2008	Financia	
MMX Miner	2006	Pactual, BMO Nesbitt Burns, Citigroup	
MMX Miner	2007	BMO Nesbitt Burns, Citigroup	
MRV	2008	BMG	
Natura	2005	Nossa Caixa	
Natura	2006	Nossa Caixa	
Natura	2007	Nossa Caixa	
Natura	2008	Nossa Caixa	
Odontoprev	2008	Banco Espirito Santo	
OGX Petroleo	2008	Pactual	
OHL Brasil	2005	Banco Privado Portugues	
OHL Brasil	2006	Banco Privado Portugues	
OHL Brasil	2007	Banco Privado Portugues	
OHL Brasil	2008	Banco Privado Portugues	

Petrobras	2005	ABN Amro Real	
Petrobras	2006	ABN Amro Real	
Petrobras	2007	ABN Amro Real	
Petrobras	2008	ABN Amro Real	
Redecard	2008	Banco Privado Portugues	
Rodobensimob	2007	Rodobens, Itau	
Rodobensimob	2008	Rodobens, Itau, Citibank	
Sabesp	2008	Bic Banco	
Sid Nacional	2008	Pactual	
SLC Agricola	2007	ABN Real,Icatu	
SLC Agricola	2008	ABN Real,Icatu	
Souza Cruz	2005	Unibanco	
Souza Cruz	2006	Finasa, Unibanco	
Souza Cruz	2007	Finasa, Unibanco	
Souza Cruz	2008	Finasa, Unibanco	
Tam S/A	2006	Banco IBI	
Tam S/A	2007	Banco IBI	
Tele Nort Cl	2005	Citigroup	Unibanco, Votorantim, Itau, Safra, Santander, BNDES, Citibank
Telef Brasil	2005	Credit Suisse	
Telef Brasil	2006	Credit Suisse	
Telef Brasil	2007	Credit Suisse	
Telef Brasil	2008	Credit Suisse	
Tempo Part	2007	Unibanco	Unibanco, Itau
Tempo Part	2008	Unibanco	Unibanco, Itau
Tim Part S/A	2007	Banca Esperia, Mediobanca, Safra	
Tim Part S/A	2008	Banca Esperia, Mediobanca	
Tran Paulist	2005	Banco de Bogotá, Santander	
Tran Paulist	2006	Banco de Bogotá, Santander	
Tran Paulist	2007	Banco de Bogotá, Santander	
Tran Paulist	2008	Banco de Bogotá, Santander	
Trisul	2007	Banco Tricury	
Trisul	2008	Banco Tricury	
Usiminas	2005	ABN Amro Bank, Unibanco	
Usiminas	2006	ABN Amro Bank, Unibanco	
V-Agro	2007	Pecunia	
Vale	2005	Bradesco, 2Banco do Brasil	
Vale	2006	Bradesco, 2Banco do Brasil	
Vale	2007	Bradesco, 2Banco do Brasil	
Vale	2008	Bradesco, 2Banco do Brasil	

APÊNDICE B – Relação das empresas com membros do conselho de administração com ligação com bancos – Banco de dados EMER E EFSAT

EMPRESA	ANO	BANCO QUE MEMBRO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO POSSUI LIGAÇÃO	BANCOS CREDORES
Bardella	2005	Safra	
Bardella	2006	Safra	
Bematech	2007	Banco do Brasil	
Bematech	2008	Banco do Brasil	
BHG	2007	Espirito Santo	
BR Brokers	2007	Pactual	
BR Brokers	2008	Pactual	
Brasil Telec	2005	Citigroup	Citibank, JP Morgan, Santander, HSBC, Alfa
Brasil Telec	2006	Citigroup	
Braskem	2005	Icatu	
Braskem	2006	Icatu	
BRF Foods	2008	Banco do Brasil	BNDES, Banco do Brasil, Unibanco, HSBC, Votorantim, Santander, UBS Pactual, Credit Suisse, Finabank, Itau
Cemar	2005	Pactual	
Cemar	2006	Pactual	
Cesp	2006	Nossa Caixa	
Cesp	2007	Nossa Caixa	
Cesp	2008	Nossa Caixa	
Confab	2005	Unibanco	
Confab	2006	Unibanco	
Confab	2007	Unibanco	
Confab	2008	Unibanco	
Contax	2005	BNDES, Banco do Brasil	
Contax	2006	BNDES, Banco do Brasil	
Copel	2005	BNDES	Banestado, Banco do Brasil, BNDES
Copel	2006	BNDES	Banestado, Banco do Brasil, BNDES
Copel	2007	BNDES	Banco do Brasil, BNDES
Copel	2008	BNDES	Banco do Brasil, BNDES
Coteminas	2006	CEF	
Coteminas	2007	CEF	
Coteminas	2008	CEF	
CPFL Energia	2008	Banco do Brasil	BNDES, Banco do Brasil
Cremer	2008	Banco Alfa	
Cyrela Realty	2005	Nossa Caixa	
Cyrela Realty	2006	Nossa Caixa	
Cyrela Realty	2007	Nossa Caixa	
Cyrela Realty	2008	Nossa Caixa	

Dasa	2007	Unibanco	
Dasa	2008	Unibanco	Votorantim, Banco do Brasil, HSBC, Itau, BNDES, Unibanco
Embraer	2005	Banco do Brasil	
Embraer	2007	Unibanco	
Embraer	2008	Unibanco	
Equatorial	2008	Pactual	
Eternit	2007	Nossa Caixa	
Fibria	2007	Citibank	
Fibria	2008	Citibank, BNDES	
Globex	2005	Unibanco, Financia, Safra	Unibanco
Globex	2006	Unibanco, Financia	Unibanco
Globex	2007	Unibanco, Financia	Unibanco, Safra, BNDES
Grendene	2005	Pactual	
Grendene	2006	Pactual	
Grendene	2007	Pactual	
Grendene	2008	Pactual	
Helbor	2007	Bradesco	
Helbor	2008	Bradesco	
Hypermarcas	2008	Praemia	
Iguatemi	2007	Safra	
Iguatemi	2008	Safra	
Iochp-Maxion	2006	Unibanco	
Iochp-Maxion	2007	Unibanco	
Iochp-Maxion	2008	Unibanco	
Lojas Renner	2005	Financia	
Lojas Renner	2006	Financia	
M. Diasbranco	2006	Financia	
M. Diasbranco	2007	Financia	
M. Diasbranco	2008	Financia	
MMX Miner	2006	Pactual, BMO Nesbitt Burns, Citigroup	
MMX Miner	2007	BMO Nesbitt Burns, Citigroup	
MRV	2008	BMG	
Natura	2005	Nossa Caixa	
Natura	2006	Nossa Caixa	
Natura	2007	Nossa Caixa	
Natura	2008	Nossa Caixa	
Odontoprev	2008	Banco Espirito Santo	
OGX Petroleo	2008	Pactual	
OHL Brasil	2005	Banco Privado Portugues	
OHL Brasil	2006	Banco Privado Portugues	
OHL Brasil	2007	Banco Privado Portugues	
OHL Brasil	2008	Banco Privado Portugues	
Petrobras	2005	ABN Amro Real	
Petrobras	2006	ABN Amro Real	



Petrobras	2007	ABN Amro Real	
Petrobras	2008	ABN Amro Real	
Redecard	2007	Banco Privado Portugues	
Redecard	2008	Banco Privado Portugues	
Rodobensimob	2007	Rodobens, Itau	
Rodobensimob	2008	Rodobens, Itau, Citibank	
Sabesp	2008	Bic Banco	
Sid Nacional	2008	Pactual	
SLC Agricola	2007	ABN Real,Icatu	
SLC Agricola	2008	ABN Real,Icatu	
Souza Cruz	2005	Unibanco	
Souza Cruz	2006	Finasa, Unibanco	
Souza Cruz	2007	Finasa, Unibanco	
Souza Cruz	2008	Finasa, Unibanco	
Tam S/A	2005	Banco IBI	
Tam S/A	2006	Banco IBI	
Tam S/A	2007	Banco IBI	
Tam S/A	2008	Pactual	
Tele Nort Cl	2005	Citigroup	Unibanco, Votorantim, Itau, Safra, Santander, BNDES, Citibank
Telef Brasil	2005	Credit Suisse	
Telef Brasil	2006	Credit Suisse	
Telef Brasil	2007	Credit Suisse	
Telef Brasil	2008	Credit Suisse	
Tempo Part	2007	Unibanco	Unibanco, Itau
Tempo Part	2008	Unibanco	Unibanco, Itau
Tim Part S/A	2007	Banca Esperia, Mediobanca, Safra	
Tim Part S/A	2008	Banca Esperia, Mediobanca	
Tran Paulist	2005	Banco de Bogotá, Santander	
Tran Paulist	2006	Banco de Bogotá, Santander	
Tran Paulist	2007	Banco de Bogotá, Santander	
Tran Paulist	2008	Banco de Bogotá, Santander	
Trisul	2007	Banco Tricury	
Trisul	2008	Banco Tricury	
Usiminas	2005	ABN Amro Bank, Unibanco	
Usiminas	2006	ABN Amro Bank, Unibanco	
V-Agro	2007	Pecunia	
V-Agro	2008	Pecunia	
Vale	2005	Bradesco, 2Banco do Brasil	
Vale	2006	Bradesco, 2Banco do Brasil	
Vale	2007	Bradesco, 2Banco do Brasil	
Vale	2008	Bradesco, 2Banco do Brasil	