

# A Influência de Variáveis de Governança Corporativa na Estrutura de Capital em Empresas do Setor Bancário Listadas na Bovespa

**Daniela Torres da Rocha** (PUC) - daniela\_torres\_149@hotmail.com

**Silvana Anita Walter** (PUCPR) - qualific2@gmail.com

**José Roberto Frega** (PUCPR) - jose.frega@gmail.com

## **Resumo:**

*Este estudo busca analisar a relação entre composição do conselho de administração, recompensa de executivos a partir da concessão de participação nos lucros da empresa (custo de agência), ambas variáveis do modelo de governança corporativa, com a composição da estrutura de capital de empresas brasileiras do setor bancário. O estudo também aborda os custos de agência como uma forma de controlar e recompensar executivos no domínio das empresas estudadas. O estudo classifica-se como levantamento longitudinal. Os dados relacionados ao período de 1997 a 2007 foram coletados junto a 21 empresas do setor bancário listadas na Bovespa. Empregam-se correlação, regressão linear múltipla e testes t para análise dos dados. Os resultados indicam que quatro dos oito indicadores de endividamento apresentaram diferenças significativas conforme situação do presidente do conselho de administração. A participação nos lucros apresentou associação positiva em relação a cinco variáveis de endividamento, fato que indica que os executivos que não possuem benefícios na remuneração, têm menor tendência a assumir maior alavancagem de endividamento. Outro resultado mostra que seis indicadores das oito de endividamento, apresentaram associações positivas com a variável referente à situação do presidente do conselho de administração, em que quando o presidente da empresa é um outsider, existe uma maior propensão a assumir riscos elevados de alavancagem financeira. A presente pesquisa confirma que as variáveis de governança corporativa (situação do presidente do conselho de administração e participação nos lucros) possuem influência na estrutura de capital em empresas do setor bancário listadas na Bovespa.*

**Palavras-chave:** *Custos de agência. Governança corporativa. Estrutura de capitais.*

**Área temática:** *Novas Tendências Aplicadas na Gestão de Custos*

## **A influência de variáveis de governança corporativa na estrutura de capital em empresas do setor bancário listadas na Bovespa**

### **Resumo:**

Este estudo busca analisar a relação entre composição do conselho de administração, recompensa de executivos a partir da concessão de participação nos lucros da empresa (custo de agência), ambas variáveis do modelo de governança corporativa, com a composição da estrutura de capital de empresas brasileiras do setor bancário. O estudo também aborda os custos de agência como uma forma de controlar e recompensar executivos no domínio das empresas estudadas. O estudo classifica-se como levantamento longitudinal. Os dados relacionados ao período de 1997 a 2007 foram coletados junto a 21 empresas do setor bancário listadas na Bovespa. Empregam-se correlação, regressão linear múltipla e testes t para análise dos dados. Os resultados indicam que quatro dos oito indicadores de endividamento apresentaram diferenças significativas conforme situação do presidente do conselho de administração. A participação nos lucros apresentou associação positiva em relação a cinco variáveis de endividamento, fato que indica que os executivos que não possuem benefícios na remuneração, têm menor tendência a assumir maior alavancagem de endividamento. Outro resultado mostra que seis indicadores das oito de endividamento, apresentaram associações positivas com a variável referente à situação do presidente do conselho de administração, em que quando o presidente da empresa é um *outsider*, existe uma maior propensão a assumir riscos elevados de alavancagem financeira. A presente pesquisa confirma que as variáveis de governança corporativa (situação do presidente do conselho de administração e participação nos lucros) possuem influência na estrutura de capital e em empresas do setor bancário listadas na Bovespa.

Palavras-chave: Custos de agência. Governança corporativa. Estrutura de capitais.

Área Temática: Novas Tendências Aplicadas na Gestão de Custos

### **1 Introdução**

A governança corporativa ganhou forças nos países emergentes desde o final da década de 90. De forma que estudos recentes têm buscado analisar associações entre a governança corporativa e o desempenho empresarial. Sobre esta temática, o que mais se discute na literatura são os problemas ocorridos e em virtude da relação de agência. A qual é definida, pelos autores Jensen e Meckling (1976), como um contrato por meio do qual uma ou mais pessoas, denominados principais, contratam outro indivíduo ou outros indivíduos, denominados agentes, para realizar trabalhos a seu favor, com autoridade para desempenhar funções de tomada de decisão. As decisões tomadas pelo agente devem visar o atendimento integral dos interesses do principal. Dessa forma, a relação de agência possui suas bases na delegação de poderes do principal para o agente. O problema ocorrido na relação de agência pode ser definido como a possibilidade de os administradores colocarem seus interesses particulares à frente dos objetivos corporativos.

Uma das formas encontradas pelos acionistas para resolver conflitos de interesses consiste na criação de incentivos para os administradores incorporada à atividade de acompanhamento do comportamento destes. Contudo, estas ações para resolução dos conflitos, se adotadas pelos acionistas, geram um custo para a empresa, que são denominados custos de agência.

Os custos de agência podem ser definidos de acordo com Mendes-da-Silva, Famá e Martelanc (2007, p. 1) como “custos assumidos pelo principal para atingir seus interesses”. O papel do conselho de administração (principal) no controle da atividade dos executivos (agentes) é um exemplo de custos de agência.

Outra forma encontrada para controlar a atividade dos executivos consiste em submetê-los a contextos com menor disponibilidade de fluxo de caixa. Deste modo, espera-se que os executivos tenham atitudes mais precavidas com o desempenho financeiro da empresa, tendo em vista que problemas oriundos de decisões equivocadas tornam-se mais perceptíveis em virtude de um menor fluxo de caixa disponível.

Ressalta-se que muitas pesquisas sobre governança corporativa e estrutura de capital, normalmente excluem as instituições financeiras devido a suas características, a começar pela forma como suas demonstrações financeiras são divulgadas, de modo bastante diverso das demais empresas de outros setores. Dessa forma, estudos sobre esse tema aplicados a instituições financeiras se tornam relevantes, uma vez que o setor bancário brasileiro caracteriza-se pelo crescente dinamismo e competição, havendo diversos sinais de transformação, como novos participantes, diferentes regras, padrões de concorrência mais acirrados e maior diversidade de produtos e serviços.

Neste contexto, este artigo tem como objetivo analisar a relação da composição do conselho de administração e a recompensa de executivos a partir da concessão de participação nos lucros da empresa (custo de agência), ambas variáveis do modelo de governança corporativa, com a composição da estrutura de capital de empresas brasileiras do setor bancário.

Este artigo está organizado em cinco seções. Na seção 2, apresenta-se a literatura relevante acerca da temática, bem como o problema de pesquisa abordado. Na seção 3, é relatada a estratégia de pesquisa adotada. Na seção 4, são apresentados e discutidos os resultados alcançados no estudo e, na seção 5, desenvolvem-se as considerações finais.

## 2 Referencial teórico

Nesta seção, abordam-se os três principais conceitos utilizados neste estudo. O detalhamento do referencial teórico está dividido em: relação de agência, governança corporativa de bancos e, estrutura de capitais e governança corporativa. Isso porque avalia-se a influência de algumas variáveis de governança corporativa, sendo uma delas a participação ou não nos lucros por parte dos executivos, aqui entendido como um custo de agência. Nesta relação de agência, os executivos muitas vezes tendem a assumir menos riscos (menor endividamento) na empresa, para não correr o risco de afetar seus objetivos pessoais (JENSEN; MECKLING, 1976), como, por exemplo, salário e benefícios. Como já destacado, algumas formas encontradas na literatura para resolver conflitos de agência seria a adoção de maiores índices de endividamento por parte da empresa (estrutura de capitais), bem como o uso de práticas de governança corporativa (ALMEIDA; ALMEIDA; NESS JR., 2002), representadas neste estudo pela participação ou não nos lucros por parte dos executivos e pela situação do presidente do conselho – denominado de *insider*, quando faz parte da diretoria executiva e *outsider*, quando o presidente é externo à diretoria executiva.

### 2.1 Relação de agência

Na relação de agência, os administradores muitas vezes tornam-se relutantes em assumir alguns riscos na companhia, os quais podem afetar sua riqueza pessoal. Diante de tal situação, surgem os problemas de agência entre acionistas e administradores. Isto é, a possibilidade de os administradores colocarem seus interesses particulares à frente dos objetivos corporativos. De acordo com Jensen e Meckling (1976), o problema de agência

surge quando os agentes recebem apenas uma parte da propriedade da firma. Esta propriedade parcial pode fazer com que os agentes trabalhem com menos interesse e passem a fazer uso de mais despesas pagas pela companhia.

O principal intuito dos administradores (agentes), segundo Jensen e Meckling (1976), consiste na maximização da riqueza do acionista (principal), contudo, nota-se um possível conflito de interesses, visto que os administradores também estão interessados em sua riqueza pessoal, segurança no emprego e outras vantagens, todas custeadas pela organização. Neste contexto, percebe-se que, assim como o principal, o agente também possui suas metas pessoais, as quais não estão necessariamente alinhadas com os interesses do principal.

De acordo com Jensen e Meckling (1976), os custos de agência compreendem: custos de elaboração e estruturação de contratos; despesas de monitoramento de atividades; gastos realizados pelo agente; e, perdas residuais. Gitman (1997) ressalta que os problemas de agência, criados pelo relacionamento entre principal e agente, abrangem também o relacionamento entre principais e credores.

Para Almeida, Almeida e Ness Jr. (2002), as práticas de governança corporativa representam uma outra forma de resolver os conflitos de interesses, preocupando-se de maneira especial em resolver estes conflitos.

Saito e Silveira (2008), ao estudar custos de agência e estrutura de propriedade, indicam que se deve descobrir como eles se manifestam, qual sua relevância econômica e quais os mecanismos para suavizá-los.

## 2.2 Governança corporativa de bancos

Governança corporativa é definida, pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2008), como a relação entre agentes econômicos (acionistas/cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal) com capacidade de determinar a direção e o desempenho das corporações. A governança corporativa tem o propósito de maximizar o valor da sociedade, facilitar o acesso ao capital e contribuir para a continuidade da empresa.

A governança corporativa dos bancos é de grande relevância, porém se difere de outros setores da economia. O sistema financeiro tem um papel muito importante na economia, influenciando diretamente na governança corporativa de outras empresas, já que permite alocação dos recursos entre poupanças e investimentos. Um sistema financeiro eficiente estimula a otimização da utilização dos recursos e a prosperidade da economia inteira. Por outro lado, as crises bancárias podem desestabilizar a situação econômica de um país, de forma que estas situações fazem da governança corporativa dos bancos uma questão fundamental para a sociedade. Devido a sua relevância, no caso dos bancos, a governança corporativa não é uma questão simplesmente privada, mas sim uma questão pública que se manifesta por meio dos órgãos reguladores e da supervisão bancária (BANZAS, 2005).

De acordo com Banzas (2005), características como regulação, supervisão, estrutura de capital, alavancagem, risco, relacionamentos fiduciários, controle societário e seguro depósito, próprias do setor bancário, determinam que os bancos tenham uma governança corporativa distinta de outros setores. Assim, a natureza específica dos bancos, que consiste, principalmente, em fazer empréstimos, realizar depósitos e seu papel central na economia, é o que determina suas diferenças principais.

Apesar de os bancos desempenharem um papel importante na governança corporativa de outros tipos de empresas, tem-se dado pouca importância à governança corporativa dos primeiros (MACEY; O'HARA, 2003).

### 2.3 Estrutura de capitais e governança corporativa

Jensen (1986) afirma que a política de endividamento da empresa pode ser vista como uma forma de controle interno, a qual poderia reduzir conflitos de agência entre executivos e acionistas. Uma vez que, se os executivos são responsáveis por decisões financeiras em um ambiente de maior alavancagem financeira, ou seja, maior risco, supõe-se que estes serão mais cuidadosos em suas decisões.

De acordo com Mendes-da-Silva, Famá e Martelanc (2007), nos últimos anos, os estudos desenvolvidos sobre governança corporativa têm focado, especialmente, o valor da firma, bem como seu desempenho financeiro e seus determinantes. De forma que ainda é pequena a produção científica empírica sobre a influência que as estruturas e práticas de governança corporativa podem exercer sobre as escolhas em termos de estrutura de capitais, principalmente no contexto brasileiro.

Mendes-da-Silva, Famá e Martelanc (2007) realizaram um estudo envolvendo 176 empresas manufatureiras listadas na Bovespa, no qual encontraram os seguintes resultados: as empresas nas quais os executivos recebem participação nos lucros, a título de incentivo (que pode ser entendida como um custo de agência assumido pela empresa), mostraram-se mais propensas a assumir endividamento em quatro dos oito indicadores de endividamento estudados; o teste *t* para diferença de médias sugere que exista menor endividamento nas empresas em cuja estrutura de governança se encontra um *outsider* como presidente do conselho de administração (requisito necessário, mas não suficiente para assegurar a independência), do qual se espera que facilite a atuação do conselho para representar os interesses dos acionistas perante os executivos.

A independência do conselho e o endividamento da firma podem servir como uma forma de controle na administração da relação de agência (BHAGAT; BLACK, 1999; HERMALIN; WEISBACH, 1991; REDIKER; SETH, 1995). Esses autores defendem que, em empresas em que o conselho de administração é mais independente, existe maior participação de capitais de terceiros, o que consiste em uma forma de controlar os executivos.

Desta forma, o conselho de administração, ao estabelecer uma estrutura de capitais com maior risco, faz com que os executivos tenham atitudes cautelosas nas decisões tomadas na empresa, visto que seus empregos dependem do êxito da organização.

### 3 Estratégia da pesquisa

Esta pesquisa pode ser caracterizada como quantitativa, uma vez que faz a utilização de mensuração de variáveis e raciocínio de causa e efeito (CRESWELL, 2007), bem como, em relação à coleta de dados, como um levantamento que, conforme afirma Creswell (2007), descreve quantitativamente tendências, atitudes ou opiniões de uma população ao estudar uma amostra. Assim, foram coletadas informações anuais relativas aos Balanços Patrimoniais e Demonstrativos de Resultados Econômicos, cujos dados foram obtidos junto ao banco de dados Economática®. Também foram coletados, de forma complementar, dados dos Relatórios de Informações Anuais (IAN) que as empresas remetem à Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Em maio de 2008, existiam 35 empresas do setor bancário listadas na Bolsa de Valores de São Paulo, que possuíam informações imputadas no banco de dados da Economática®. Para o desenvolvimento desta pesquisa, foram consideradas todas as empresas do setor bancário com dados disponíveis para todos os onze anos estudados (1997 a 2007), resultando em um total de 21 empresas analisadas (o que equivale a todos os casos disponíveis neste banco de dados): Alf Invest., Amazônia, Banese, Banestes, Banpara, Banrisul, Besc, Bradesco, Brasil, BRB Banco, Est. Piauí, Itaú, Merc. Brasil, Merc.

Invest., Nord Brasil, Renner Part., Unibanco, Unibanco Hdl, Alfa Consórcio, Itausa e Alfa Holdings.

O tempo de aplicação da pesquisa é caracterizado como longitudinal, visto que, para Babbie (2006), neste tipo de estudo, uma amostra fixa de elementos da população é medida repetidamente com as mesmas variáveis, ou seja, o mesmo objeto é estudado ao longo do tempo, caso desta pesquisa que fez um levantamento dos dados de 1997 a 2007.

As variáveis dependentes selecionadas para representar os índices de endividamento, apresentadas no Quadro 1 são as mesmas empregadas por Procianoy e Schnorrenberger (2004) e validadas no estudo de Mendes-da-Silva, Famá e Martelanc (2007).

| Variável      | Definição constitutiva                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|---------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| $Elp/Pl$      | Expressa a relação entre as duas fontes de capital de longo prazo para financiamento das companhias, permitindo, com isso, visualizar o nível utilizado de recursos de terceiros de longo prazo (Exigível a Longo Prazo) em relação ao uso de capital próprio (Patrimônio Líquido), mantidas inalteradas as demais variáveis. A relação indica, portanto, o quanto a companhia faz uso de dívida de longo prazo em relação ao uso de capital próprio na captação dos recursos de longo prazo.                                                                                                                                             |
| $(Elp+Pc)/Pl$ | Revela os níveis totais de uso de capital de terceiros, composto pelas fontes de curto prazo (Passivo Circulante) e longo prazo (Exigível a Longo Prazo), em relação aos capitais próprios (Patrimônio Líquido). Esse indicador, mantidas as demais variáveis constantes, possibilita reconhecer o grau de risco financeiro, pois quanto maior for seu índice, maior é a dependência e o uso dos recursos de terceiros pela companhia.                                                                                                                                                                                                    |
| $Pc/Pl$       | As dificuldades de captação dos recursos de longo prazo por meio de dívida (Elp) pressupõem uma maior participação da captação dos recursos de curto prazo (Pc), podendo, por isso, resultar em uma participação relevante, se comparado com o nível de utilização do capital próprio (Pl).                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| $Pc/(Elp+Pl)$ | Apresenta a relação estabelecida entre as fontes de recursos de curto prazo (Pc) e as de longo prazo (Elp e PL). Mantendo-se as demais variáveis inalteradas, este indicador permite visualizar o grau de risco incorrido pela companhia, já que quanto maior for o resultado do quociente, maior será a dependência e a utilização de recursos de curto prazo, ou seja, com menores prazos de vencimento (Pc) em relação a recursos de longo prazo e, com prazos maiores de vencimento.                                                                                                                                                  |
| $Pc/Elp$      | Indica a relação entre os recursos de terceiros de curto prazo (Pc) e os recursos financeiros de longo prazo (Elp). Um resultado elevado neste índice, caso sejam mantidas as demais variáveis constantes, indica um maior uso de recursos de curto prazo (Pc) e de menor vencimento, comparativamente aos recursos de longo prazo (Elp), e, por conseguinte, um maior risco incorrido pela companhia.                                                                                                                                                                                                                                    |
| $(Pt-Pl)/At$  | Revela a participação dos recursos não-próprios (Pc e Elp) sobre o total do ativo (At). Este indicador permite visualizar qual a participação dos recursos de terceiros sobre o total das fontes de recursos da empresa, mantidas as demais variáveis inalteradas. Portanto, quanto maior for este índice, maior a utilização de recursos de terceiros em relação ao capital próprio, resultando em maior risco na companhia.                                                                                                                                                                                                             |
| $Ifcp/Pl$     | Representa a relação dos recursos obtidos junto a instituições financeiras em curto prazo (Instituições Financeiras de Curto Prazo), sobre o total do patrimônio líquido (Pl), se mantidas as demais variáveis inalteradas. Esse indicador busca visualizar a utilização de recursos empregados em maior volume no mercado financeiro brasileiro, devido às dificuldades de captação dos recursos de longo prazo. O índice também permite visualizar a participação individualizada do financiamento de curto prazo junto a instituições financeiras, eis que, normalmente, as análises restringem-se ao passivo circulante da companhia. |
| $Iflp/Pl$     | Revela a participação dos recursos obtidos junto a instituições financeiras em longo prazo (Instituições Financeiras de Longo Prazo) em relação aos recursos originários do capital próprio (Pl). A inclusão desse índice foi necessária em virtude de as análises realizadas considerarem comumente a composição global do exigível em longo prazo (Elp), incluídos os demais recursos de longo prazo, como parcelamentos tributários e outros, sem particular distinção aos recursos de longo prazo originários das instituições financeiras (Iflp).                                                                                    |

Fonte: Mendes-da-Silva, Famá e Martelanc (2007, p. 7)

Quadro 1 – Definição das variáveis dependentes

As variáveis independentes consistem nas variáveis de governança corporativa que têm suas definições constitutivas e operacionais resumidas no Quadro 2.

| Variável     | Definição constitutiva e operacional                                                                                                                                                                                                                                                                   | Fonte                                  |
|--------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------|
| <i>Indpr</i> | Variável dicotômica que expressa a independência do presidente do conselho de administração de uma empresa. Recebe valor= 1 se o presidente do conselho de administração não ocupa simultaneamente cargo na diretoria executiva ( <i>outsider</i> ) e valor= 0 no caso alternativo ( <i>insider</i> ). | Bhagat e Black (1999); Weisbach (1988) |
| <i>Part</i>  | Variável dicotômica que expressa a participação do executivo nos lucros da empresa. Recebe valor= 1 se os executivos têm participação nos lucros e valor=0 no caso alternativo.                                                                                                                        | Volpin (2002)                          |
| <i>Ano</i>   | Variável de controle (VC) que indica o ano que pertence o dado referente a uma empresa.                                                                                                                                                                                                                | –                                      |

Fonte: Adaptado Mendes-da-Silva, Famá e Martelanc (2007, p. 7).

Quadro 2 – Definição das variáveis independentes

Desta forma, a partir do objetivo proposto neste estudo, utilizando as variáveis obtidas, são realizadas regressões múltiplas para cada uma das variáveis dependentes, cujo modelo é ilustrado na Expressão algébrica 1. No qual, o endividamento (*Endiv*) é medido por meio de oito indicadores (Quadro 1), em função dos mecanismos e práticas de governança corporativa, em que o modelo testado é:

$$\text{Endiv} = \beta_0 + \beta_1 \text{Indpr} + \beta_2 \text{Part} + \text{VC}(\text{Ano}) + \quad (1)$$

A perspectiva consiste em que as empresas que possuem as estruturas de conselho de administração, configuradas de acordo com as recomendações referentes às boas práticas de governança, constantes no Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa (IBGC, 2008) – cujo o objetivo central consiste em indicar caminhos para os mais variados tipos de sociedades, o qual se divide em seis temas centrais: Propriedade; Conselho de Administração; Gestão; Auditoria Independente; Conselho Fiscal e Conduta; e, Conflito de Interesses –, apresentem uma maior propensão a assumir riscos elevados de alavancagem financeira. De forma que a expectativa é que a associação da variável *Indpr* seja positiva e significativa com as variáveis dependentes, confirmando os argumentos de Bhagat e Black (1999), Hermalin e Weisbach (1991), e, Rediker e Seth (1995).

Com relação à participação nos lucros (*Part*), conforme defendem Berger, Ofek e Yemack (1997), os executivos que não possuem benefícios na remuneração têm menor tendência a assumir maior alavancagem de endividamento.

Antes de realizar-se a regressão, optou-se por realizar uma correlação preliminar, a qual é definida por Gujarati (2000) como uma medida de associação entre variáveis, ou seja, quanto o comportamento de uma é influenciado pela outra. De acordo com Siegel (1975), no caso paramétrico, a medida usual de correlação é o coeficiente (*r*) de correlação de Pearson. Este cálculo estatístico exige mensuração dos escores no nível de intervalos equi-espaciais. Na presente pesquisa, a correlação de Pearson foi utilizada para verificar as possíveis relações entre as variáveis *Indpr*, *Part* e *Ano*, e as variáveis de endividamento da empresa.

Com o objetivo de avaliar a associação entre as variáveis de governança corporativa (independentes: *Indpr* e *Part*) e a variável de controle (*Ano*); e os indicadores de endividamento (dependentes: *Elp/Pl*; *(Elp+Pc)/Pl*; *Pc/Pl*; *Pc/(Elp+Pl)*; *Pc/Elp*; *(Pt-Pl)/At*; *Ifcp/Pl* e *Iflp/Pl*), realizou-se regressões lineares. O método empregado para gerar a regressão foi o *Enter* e o *software* utilizado para os testes estatísticos foi o Statistical Package for the Social Sciences (SPSS) versão 14.0.

Após a realização e análise das regressões, com a finalidade de avaliar a existência de diferenças significativas, em diferentes anos, entre as médias da estrutura de capitais, avaliada

por meio dos indicadores de endividamento, e as duas variáveis independentes: *Indpr* e *Part*, aplicou-se o teste *t*, pois em virtude de tratar-se de avaliação de pequenas amostras é adequado, em detrimento ao teste *z*.

#### 4 Apresentação e análise dos dados

Nesta seção, apresentam-se os resultados obtidos por meio da pesquisa realizada, divididos em três etapas correspondentes às análises efetuadas. Inicialmente, descreve-se, a análise de correlação, seguida da regressão linear múltipla e testes *t*.

Optou-se por examinar de maneira preliminar as correlações das variáveis dependentes e independentes (*Indpr* e *Part*) estudadas, cujo *Ano* é uma variável de controle, conforme apresentado na Tabela 1.

Tabela 1 – Matriz de correlação entre as variáveis dependentes, independentes e de controle

| Variáveis     | Ano     | $Elp/Pl$ | $(Elp+Pc)/Pl$ | $Pc/Pl$ | $Pc/(Elp+Pl)$ | $Pc/Elp$ | $(Pt-Pl)/At$ | $Ifcp/Pl$ | $Iflp/Pl$ | <i>Indpr</i> |
|---------------|---------|----------|---------------|---------|---------------|----------|--------------|-----------|-----------|--------------|
| <i>Ano</i>    |         |          |               |         |               |          |              |           |           |              |
| $Elp/Pl$      | 0,030   |          |               |         |               |          |              |           |           |              |
| $(Elp+Pc)/Pl$ | -0,050  | 0,946**  |               |         |               |          |              |           |           |              |
| $Pc/Pl$       | -0,059  | 0,933**  | 0,999**       |         |               |          |              |           |           |              |
| $Pc/(Elp+Pl)$ | -0,026  | 0,155*   | 0,260**       | 0,270** |               |          |              |           |           |              |
| $Pc/Elp$      | -0,091  | -0,078   | -0,039        | -0,034  | -0,069        |          |              |           |           |              |
| $(Pt-Pl)/At$  | -0,099* | 0,279**  | 0,181**       | 0,169*  | 0,362**       | -0,235** |              |           |           |              |
| $Ifcp/Pl$     | -0,153  | 0,711**  | 0,779**       | 0,782** | 0,253**       | -0,024   | 0,133*       |           |           |              |
| $Iflp/Pl$     | -0,034  | 0,146*   | 0,040         | 0,028   | 0,035         | -0,061   | 0,201**      | 0,033     |           |              |
| <i>Indpr</i>  | 0,149*  | 0,156*   | 0,072         | 0,061   | 0,015         | -0,196** | 0,207**      | 0,009     | 0,171**   |              |
| <i>Part</i>   | 0,261** | 0,055    | 0,012         | 0,007   | -0,259**      | -0,045   | -0,296**     | 0,099     | -0,055    | -0,028       |

Notas: i) \*\* Significativo a 1%; \* Significativo a 5%; ii) Correlação de Pearson.

A correlação de Pearson, mostrada na Tabela 1, indica as variáveis correlacionadas. São correlacionados com a variável independente *IndPr*, que representa a situação do presidente do conselho de administração de uma empresa (*outsider/insider*), as variáveis *Ano*,  $Elp/Pl$ ,  $(Pt-Pl)/At$ ,  $Iflp/Pl$  e a  $Pc/Elp$ . O que demonstra que, dependendo do ano, houve variação da situação do presidente ocupando cargo no conselho e na diretoria executiva (*insider*) e em outros anos só no conselho (*outsider*). Também apresentaram correlação com esta mesma variável as variáveis de endividamento: a)  $Elp/Pl$  – que representa o quanto a companhia faz uso de dívida de longo prazo em relação ao uso de capital próprio na captação dos recursos de longo prazo; b)  $(Pt-Pl)/At$  – que indica a participação dos recursos de terceiros sobre o total das fontes de recursos totais da empresa, mantidas as demais variáveis inalteradas; c)  $Iflp/Pl$  - que diz respeito a participação dos recursos obtidos junto a instituições financeiras no longo prazo em relação aos recursos originários do capital próprio (*Pl*); e, d)  $Pc/Elp$  - que indica a relação entre os recursos de terceiros de curto prazo (*Pc*) e os recursos financeiros de longo prazo (*Elp*), isso demonstra que, dependendo da situação do presidente do conselho participar ou não da diretoria, influência em alguns indicadores de endividamento.

Em relação à outra variável independente *Part*, que representa se o presidente do conselho de administração possui participação nos lucros ou não, são correlacionadas às variáveis *Ano*,  $Pc/(Elp+Pl)$  e  $(Pt-Pl)/At$ . O que demonstra que, dependendo do ano, os diretores executivos receberam participação nos lucros da empresa e em outros anos não. Também apresentaram correlação com esta mesma variável às variáveis de endividamento: a)  $(Pt-Pl)/At$  – que indica a participação dos recursos de terceiros sobre o total das fontes de recursos totais da empresa, mantidas as demais variáveis inalteradas; e, b)  $Pc/(Elp+Pl)$  - indicador que permite visualizar o grau de risco incorrido pela companhia, já que quanto

maior for o resultado do quociente, maior será a dependência e a utilização de recursos de curto prazo, ou seja, com menores prazos de vencimento ( $Pc$ ) em relação a recursos de longo prazo e, com prazos maiores de vencimento.

Quando analisadas as correlações apresentadas na Tabela 1, observa-se que as variáveis dependentes estão correlacionadas entre si, sendo a variável  $(Elp+Pc)/Pl$ , a que mais se correlaciona com as demais variáveis dependentes.

Na Tabela 2, ilustra-se os principais resultados da regressão, obtidos entre as variáveis de governança corporativa (variáveis independentes) e os indicadores de endividamento (variáveis dependentes).

Tabela 2 – Resultados da regressão entre indicadores de indicadores de endividamento e estrutura de governança corporativa

| Cofatores             | Modelo 1                         | Modelo 2                         | Modelo 3                         | Modelo 4                         | Modelo 5                         | Modelo 6                         | Modelo 7                         | Modelo 8                         |
|-----------------------|----------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|
|                       | $Elp/Pl$                         | $(Elp+Pc)/Pl$                    | $Pc/Pl$                          | $Pc/(Elp+Pl)$                    | $Pc/Elp$                         | $(Pt-Pl)/At$                     | $Ifcp/Pl$                        | $Iflp/Pl$                        |
|                       | Beta ( $\beta$ )<br>valor de $t$ |
| Constant              | 23,387<br>(0,144)                | 1596,033<br>(1,027)              | 1572,646<br>(1,123)              | -93,019<br>(-0,643)              | 3756,694<br>(0,797)              | 28,529<br>(0,915)                | 263,301<br>(2,922)               | 3,283<br>(0,753)                 |
| Ano                   | -0,012<br>(-0,142)               | -0,796<br>(-1,024)               | -0,784<br>(-1,120)               | 0,048<br>(0,665)                 | -1,846<br>(-0,783)               | -0,014<br>(-0,904)               | -0,132<br>(-2,921)               | -0,002<br>(-0,751)               |
| Indpr                 | 1,267<br>(2,400)                 | 6,295<br>(1,242)                 | 5,028<br>(1,101)                 | 0,008<br>(0,018)                 | -44,233<br>(-2,877)              | 0,337<br>(3,317)                 | 0,191<br>(0,649)                 | 0,038<br>(-2,694)                |
| Part                  | 0,469<br>(0,914)                 | 2,354<br>(0,478)                 | 1,885<br>(0,425)                 | -1,864<br>(-4,068)               | -8,165<br>(-0,546)               | -0,422<br>(-4,272)               | 0,646<br>(2,263)                 | -0,008<br>(-0,544)               |
| R <sup>2</sup>        | 0,028                            | 0,010                            | 0,009                            | 0,069                            | 0,044                            | 0,130                            | 0,046                            | 0,034                            |
| R <sup>2</sup> Ajust. | 0,015                            | -0,030                           | -0,004                           | 0,057                            | 0,031                            | 0,119                            | 0,033                            | 0,022                            |

Nota: Significativo a 5%.

Ressalta-se, em relação à Tabela 2, que, quando o valor do coeficiente beta ( $\beta$ ) da variável independente *Indpr* apresentar-se como positivo, reflete o posicionamento do presidente como *outsider* e quando negativo, como *insider*. Da mesma forma, quando o valor do coeficiente beta ( $\beta$ ) da variável independente *Part* apresentar-se como positivo, reflete que o diretor executivo possui participação nos lucros e quando negativo, não a possui.

No que tange ao modelo de regressão 1, as variáveis independentes *Indpr* e *Part* e a variável de controle *Ano* são associadas com  $Elp/Pl$ , conforme demonstra-se na Tabela 2. Sendo que, a variável *Ano* apresenta associação negativa, uma vez que o coeficiente de regressão associado a essa variável foi negativo. Já as duas variáveis independentes apresentaram associação positiva significativa.

Os resultados da regressão linear múltipla do modelo de regressão 1 são apresentados na Expressão algébrica 2.

$$ELP / PL = 23,387 - 0,012Ano + 1,267Indpr + 0,469Part \quad (2)$$

(0,144)      (-0,142)      (2,400)      (0,914)

No Modelo de regressão 1, cuja variável dependente é  $Elp/Pl$ , que representa a proporcionalidade do uso de dívida de longo prazo em detrimento ao uso de capital próprio, verifica-se uma associação positiva relevante e analisando-se a estatística *t student*, observa-se que a variável que teve maior impacto sobre as variações da  $Elp/Pl$  foi *Indpr*, dado que apresentou um valor calculado para a estatística *t student* igual a 2,400;  $p < 0,05$ . Os resultados obtidos convergem com os argumentos de Bhagat e Black (1999), Hermalin e Weisbach (1991), e, Rediker e Seth (1995) de que, quando o presidente da empresa é um *outsider*, existe maior propensão a assumir riscos elevados de alavancagem financeira.

No mesmo modelo, verifica-se uma associação positiva entre as variáveis de endividamento  $Elp/Pl$  e a variável  $Part$  (que reflete a participação dos lucros da empresa por parte de toda a diretoria executiva, podendo ser *insider* ou somente diretor executivo – recordando que os *outsiders* não recebem participação nos lucros), em que, analisando-se a estatística *t student*, verificou-se um valor calculado igual a 0,914;  $p < 0,05$ . Este resultado é corroborado pela literatura em que a participação dos lucros da empresa, aqui entendida como uma tentativa de recompensar o executivo, está de acordo com os argumentos de Berger, Ofek e Yermack (1997), que defendem que os executivos que não possuem benefícios na remuneração, tem menor tendência a assumir maior alavancagem de endividamento.

Quanto ao  $R^2$  ajustado, apresentado na Tabela 2, observa-se que o Modelo de regressão 1 é explicado em 1,5% pelas variáveis analisadas.

No Modelo de regressão 2, as variáveis independentes  $Indpr$  e  $Part$ , e a variável de controle  $Ano$  são associadas com  $(Elp+Pc)/Pl$ , conforme demonstra-se na Tabela 2. Os resultados da regressão linear múltipla do Modelo de regressão 2 são apresentados na Expressão algébrica 3.

$$(ELP + PC) / PL = \begin{matrix} 1596,033 & - & 0,796Ano & + & 6,295Indpr & + & 2,354Part \\ (1,027) & & (-1,024) & & (1,242) & & (0,478) \end{matrix} \quad (3)$$

Neste modelo de regressão, cuja variável dependente é  $(Elp+Pc)/Pl$ , que indica a relação entre os recursos de terceiros de curto prazo ( $Pc$ ) e os recursos financeiros de longo prazo ( $Elp$ ), verifica-se que a variável  $Ano$  apresenta associação negativa. Já as duas variáveis independentes apresentaram associação positiva significativa. Analisando-se a estatística *t student*, observa-se que a variável que teve maior impacto sobre as variações da  $(Elp+Pc)/Pl$  foi  $Indpr$ , dado que apresentou um valor calculado para a estatística *t student* igual a 1,242;  $p < 0,05$ .

No mesmo modelo, verifica-se uma associação positiva entre a variável  $Part$  e a variável de endividamento  $(Elp+Pc)/Pl$ , em que analisando-se a estatística *t student*, verificou-se um valor calculado igual a 0,478;  $p < 0,05$ .

Quanto ao  $R^2$  ajustado, apresentado na Tabela 2, observa-se que o Modelo de regressão 2 é explicado em -0,3% pelas variáveis apresentadas, o que denota que não há regressão neste modelo. A expressão "ajustado" é decorrente do ajuste do  $R^2$  pelos graus de liberdade da regressão, ou seja, o conjunto do número de casos e de variáveis nos cálculos. Quando o  $R^2$  é pequeno, o número de casos também e o número de variáveis envolvidas é maior que 1, existe a possibilidade do  $R^2$  ajustado ser negativo. É um reflexo de que não há regressão.

No Modelo de regressão 3, associa-se às variáveis independentes  $Indpr$  e  $Part$ , e à variável de controle  $Ano$ , a variável de endividamento  $Pc/Pl$ , conforme demonstrado na Tabela 2. Os resultados da regressão linear múltipla do Modelo de regressão 3 são apresentados na Expressão algébrica 4.

$$PC / PL = \begin{matrix} 1572,646 & - & 0,784Ano & + & 65,028Indpr & + & 1,885Part \\ (1,123) & & (-1,120) & & (1,101) & & (0,425) \end{matrix} \quad (4)$$

No Modelo de regressão 3, cuja variável dependente é  $Pc/Pl$  – a relação entre uma maior participação da captação dos recursos de curto prazo ( $Pc$ ) comparado com o nível de utilização do capital próprio ( $Pl$ ) –, verifica-se que a variável  $Ano$  apresenta associação negativa. Já as duas variáveis independentes investigadas apresentaram associação positiva significativa. Analisando-se a estatística *t student*, observa-se que a variável que teve maior impacto sobre as variações da  $Pc/Pl$  foi  $Indpr$ , dado que apresentou um valor calculado igual a 1,101;  $p < 0,05$ .

No mesmo modelo, verifica-se uma associação positiva, entre a variável *Part* e a variável de endividamento *Pc/Pl*, em que, analisando-se a estatística *t student*, verificou-se um valor calculado igual a 0,425;  $p < 0,05$ .

Quanto ao ajuste do  $R^2$  ajustado, apresentado na Tabela 2, observa-se que o Modelo de regressão 3 é explicado em -0,4% pelas variáveis apresentadas.

No Modelo de regressão 4, as variáveis independentes *Indpr* e *Part* e a variável de controle *Ano* são associadas com *Pc(Elp/Pl)*, conforme indicado na Tabela 2. Os resultados da regressão linear múltipla do Modelo de regressão 4 são apresentados na Expressão algébrica 5.

$$PC(ELP / PL) = \begin{matrix} -93,019 & + 0,048Ano & + 0,008Indpr & - 1,864Part \\ (-0,643) & (0,665) & (0,018) & (-4,068) \end{matrix} \quad (5)$$

No Modelo de regressão 4, cuja variável dependente é *Pc(Elp/Pl)* – que permite visualizar o grau de risco incorrido pela companhia, já que quanto maior for o resultado do quociente maior será a dependência e a utilização de recursos de curto prazo, ou seja, com menores prazos de vencimento (*Pc*) em relação a recursos de longo prazo e, com prazos maiores de vencimento –, verifica-se que a variável *Ano* e a variável *Indpr* apresentaram associação positiva. Já a variável independente *Part* apresentou associação negativa significativa. Analisando-se a estatística *t student*, observa-se que a variável que teve maior impacto sobre as variações de *Pc(Elp/Pl)* foi a variável *Ano*, dado que apresentou um valor calculado igual a 0,665;  $p < 0,05$  e analisando-se este mesmo teste, verifica-se que a associação positiva, entre a variável *Indpr* e a variável de endividamento *Pc(Elp/Pl)*, apresenta um valor calculado igual a 0,018;  $p < 0,05$ .

No mesmo modelo, verifica-se uma associação negativa entre a variável *Part* e a variável de endividamento *Pc(Elp/Pl)*, em que a estatística *t student* incide em -4,068;  $p < 0,05$ . Este resultado negativo indica que os executivos que não possuem participação nos lucros estão mais propensos a assumir maior alavancagem de endividamento, o que vai de encontro com os argumentos de Berger, Ofek e Yermack (1997).

Quanto ao  $R^2$  ajustado, apresentado na Tabela 2, observa-se que o Modelo de regressão 4 é explicado em 5,7% pelas variáveis apresentadas, sendo o segundo melhor índice encontrado entre todos os modelos estudados.

No Modelo de regressão 5, as variáveis independentes *Indpr* e *Part*, e a variável de controle *Ano* são associadas com *Pc/Elp*, conforme destacado na Tabela 2. Os resultados da regressão linear múltipla do Modelo de regressão 5 são apresentados na Expressão algébrica 6.

$$PC / ELP = \begin{matrix} 3756,694 & - 1,846Ano & - 44,233Indpr & - 8,165Part \\ (0,797) & (-0,783) & (-2,877) & (-0,546) \end{matrix} \quad (6)$$

No modelo de Regressão 5, cuja variável dependente é *Pc/Elp* – que indica a relação entre os recursos de terceiros de curto prazo (*Pc*) e os recursos financeiros de longo prazo (*Elp*), demonstrando que a situação do presidente do conselho participar ou não da diretoria influencia em alguns indicadores de endividamento –, verifica-se que a variável *Ano* e as variáveis independentes *Indpr* e *Part* apresentaram associação negativa.

Na associação negativa entre a variável *Part* e a variável de endividamento *Pc/Elp*, a estatística *t student* incide em -0,546;  $p < 0,05$ . Este resultado negativo indica que os executivos que não possuem participação nos lucros estão mais propensos a assumir uma maior alavancagem de endividamento.

Já a associação entre a variável *Indpr* e *Pc/Elp*, na qual o teste *t* atingiu o índice de -2,877;  $p < 0,05$ , demonstra que, ao contrário do que indicam os autores Bhagat e Black (1999), Hermalin e Weisbach (1991), e, Rediker e Seth (1995), houve menor propensão a

assumir riscos elevados de alavancagem financeira quando o presidente da empresa é um *outsider*.

Quanto ao  $R^2$  ajustado, apresentado na Tabela 2, observa-se que o Modelo de regressão 5 é explicado em 3,1% pelas variáveis apresentadas.

No Modelo de regressão 6, as variáveis independentes *Indpr* e *Part*, e a variável de controle *Ano* são associadas com  $(Pt-Pl)/At$ , conforme Tabela 2. Os resultados da regressão linear múltipla do Modelo de regressão 6 são apresentados na Expressão algébrica 7.

$$(PT - PL) / AT = \begin{matrix} 28,529 & -0,014 & +0,337 & -0,422 \\ (0,915) & (-0,904) & (3,317) & (-4,272) \end{matrix} \quad (7)$$

No Modelo de regressão 6, cuja variável dependente é  $(Pt-Pl)/At$  – que indica a participação dos recursos de terceiros sobre o total das fontes de recursos da empresa, mantidas as demais variáveis inalteradas –, verifica-se que a variável *Ano* e a variável independente *Part* apresentaram associação negativa. Já a variável independente *Indpr* apresentou associação positiva e significativa. Analisando-se a estatística *t student*, observa-se que a variável que teve maior impacto sobre as variações da  $(Pt-Pl)/At$  foi *Indpr*, dado que apresentou um valor calculado igual a 3,317;  $p < 0,05$ .

A associação negativa entre a variável *Part* e a variável de endividamento  $(Pt-Pl)/At$ , em que a estatística *t student* incide em -4,272;  $p < 0,05$ , indica que os executivos que não possuem participação nos lucros, estão mais propensos a assumir uma maior alavancagem de endividamento.

Quanto ao  $R^2$  ajustado, apresentado na Tabela 2, observa-se que o Modelo de regressão 6 é explicado em 11,9% pelas variáveis apresentadas, sendo este o melhor resultado encontrado entre todos os modelos investigados nesta pesquisa.

No Modelo de regressão 7, associa-se as variáveis independentes *Indpr* e *Part*, e a variável de controle *Ano* à variável de endividamento  $Ifcp/Pl$ , conforme demonstrado na Tabela 2. Os resultados da regressão linear múltipla do Modelo de regressão 7 são apresentados por meio da Expressão algébrica 8.

$$(IFCP / PL) = \begin{matrix} 263,301 & -0,132 & +0,191 & +0,646 \\ (2,922) & (-2,921) & (0,649) & (2,263) \end{matrix} \quad (8)$$

Neste modelo de regressão, cuja variável dependente é  $Ifcp/Pl$  – que representa a relação dos recursos obtidos junto a instituições financeiras no curto prazo sobre o total do patrimônio líquido (*Pl*), se mantidas as demais variáveis inalteradas –, verifica-se que a variável *Ano* apresenta associação negativa. Já as duas variáveis independentes apresentaram associação positiva significativa. Analisando-se a estatística *t student*, observa-se que a variável que teve maior impacto sobre as variações da  $Ifcp/Pl$  foi a *Part*, dado que apresentou um valor calculado igual a 2,263;  $p < 0,05$ .

No mesmo modelo, verifica-se uma associação positiva entre a variável *Indpr* e a variável de endividamento  $Ifcp/Pl$ , em que analisando-se a estatística *t student*, verificou-se um valor calculado igual a 0,649;  $p < 0,05$ .

Quanto ao  $R^2$  ajustado, apresentado na Tabela 2, observa-se que o Modelo de regressão 7 é explicado em 3,3% pelas variáveis apresentadas.

E por fim, no último modelo, as variáveis independentes *Indpr* e *Part*, e a variável de controle *Ano* são associadas com  $Iflp/Pl$ , conforme Tabela 2. Os resultados da regressão linear múltipla do Modelo de regressão 8 são apresentados na Expressão algébrica 9.

$$(IFLP / PL) = \begin{matrix} 3,283 & -0,002 & +0,038 & -0,008 \\ (0,753) & (-0,751) & (-2,694) & (-0,544) \end{matrix} \quad (9)$$

No Modelo de regressão 8, cuja variável dependente é  $Iflp/Pl$  – que diz respeito a participação dos recursos obtidos junto a instituições financeiras no longo prazo em relação aos recursos originários do capital próprio ( $Pl$ ) –, verifica-se que a variável  $Ano$  e as variáveis independentes  $Indpr$  e  $Part$  apresentaram associação negativa.

A associação negativa entre a variável  $Part$  e a variável de endividamento  $Iflp/Pl$ , em que a estatística  $t$  *student* incide em  $-0,544$ ;  $p < 0,05$ , indica que os executivos que não possuem participação nos lucros estão mais propensos a assumir uma maior alavancagem de endividamento.

Já a associação entre a variável  $Indpr$  e  $Iflp/Pl$ , na qual o teste  $t$  atingiu o índice de  $-2,694$ ;  $p < 0,05$ , demonstra que houve menor propensão a assumir riscos elevados de alavancagem financeira quando o presidente da empresa é um *outsider*, ao contrário do que indicam os autores Bhagat e Black (1999), Hermalin e Weisbach (1991), e, Rediker e Seth (1995).

Quanto ao  $R^2$  ajustado, apresentado na Tabela 2, observa-se que o Modelo de regressão 8 é explicado em 2,2% pelas variáveis apresentadas.

Na Tabela 3 apresenta-se, resumidamente, os resultados obtidos por meio das regressões múltiplas dos indicadores de endividamento (variáveis dependentes) e variáveis da governança corporativa (independentes) deste estudo.

Tabela 3 – Resumo dos resultados das regressões dos indicadores de endividamento e variáveis da governança corporativa

| Varáveis independentes | Indicadores de endividamento (variáveis dependentes) |               |         |               |          |              |            |           |
|------------------------|------------------------------------------------------|---------------|---------|---------------|----------|--------------|------------|-----------|
|                        | $Elp/Pl$                                             | $(Elp+Pc)/Pl$ | $Pc/Pl$ | $Pc/(Elp+Pl)$ | $Pc/Elp$ | $(Pt-Pl)/At$ | $Ifcpl/Pl$ | $Iflp/Pl$ |
| <i>Ano</i>             | -                                                    | -             | -       | +             | -        | -            | -          | -         |
| <i>Indpr</i>           | +                                                    | +             | +       | +             | -        | +            | +          | -         |
| <i>Part</i>            | +                                                    | +             | +       | -             | -        | -            | +          | -         |

Nota: Significativo a 5%.

Na Tabela 3, tem-se um panorama geral dos resultados obtidos por meio das regressões múltiplas, em que os dados estão organizados segundo os sinais de associação obtidos por meio da relação entre as variáveis independentes e os indicadores de endividamento.

Após a realização e análise das regressões, realizou-se testes  $t$  para avaliar a existência de diferenças significativas, em diferentes anos, entre as médias da estrutura de capitais, avaliada por meio dos oito indicadores de endividamento analisados neste estudo e as duas variáveis independentes:  $IndPr$  (empresas em que o presidente do conselho faz parte da diretoria executiva (*insider*) e aquelas cujo presidente é externo à diretoria executiva (*outsider*)) e  $Part$  (participação ou não nos lucros por parte dos executivos).

Em relação à situação do presidente do conselho de administração ( $Indpr$ ), perante os oito indicadores de endividamento investigados, quatro –  $Pc/Pl$ ,  $(Elp+Pc)/Pl$ ,  $(Pt-Pl)/At$  e  $Iflp/Pl$  – apresentaram diferenças significativas.

Buscando diagnosticar a existência de diferenças significativas da estrutura de capitais, avaliada por meio dos indicadores de endividamento, entre as empresas em que os executivos recebem participação nos lucros e aquelas em que não a recebem ( $Part$ ), também realizou-se, para cada ano estudado, um teste  $t$  para verificação de diferenças de média para cada um dos oito indicadores de endividamento. Dentre estes indicadores utilizados, quatro –  $(Elp+Pc)/Pl$ ,  $Pc/Pl$ ,  $Pc/(Elp+Pl)$ , e  $(Pt-Pl)/At$  – apresentaram diferenças significativas entre as empresas em que os executivos recebem participação nos lucros e aquelas em que não a recebem.

Na Tabela 4 apresenta-se, resumidamente, os resultados das diferenças de médias entre as variáveis dependentes (indicadores de endividamento) e variáveis independentes (*Indpr* e *Part*), bem como a variável de controle (*Ano*).

Tabela 4 – Resumo dos resultados das diferenças de médias das variáveis dependentes (indicadores de endividamento), independentes (*Indpr* e *Part*) e de controle (*Ano*)

| Variáveis independentes | Variáveis dependentes com diferenças significativas de médias |             |                   |                                     |
|-------------------------|---------------------------------------------------------------|-------------|-------------------|-------------------------------------|
| <i>Indpr</i>            | Pc/Pl                                                         | (Elp+Pc)/Pl | (Pt-Pl)/At        | Iflp/Pl                             |
| <i>Ano</i>              | 2005, 2006 e 2007                                             | 2005 e 2006 | 2005, 2006 e 2007 | 1997                                |
| <i>Part</i>             | Pc/Pl                                                         | (Elp+Pc)/Pl | (Pt-Pl)/At        | Pc/(Elp+Pl),                        |
| <i>Ano</i>              | 2002                                                          | 2002        | 2000, 2002 e 2003 | 2000, 2002, 2003, 2005, 2006 e 2007 |

Por meio da Tabela 4, tem-se um panorama geral dos resultados obtidos por meio de testes *t* de diferenças de médias entre as variáveis dependentes (indicadores de endividamento) e variáveis independentes (*Indpr* e *Part*), bem como a variável de controle (*Ano*). Como resultado tem-se que a variável *Indpr* e *Part*, apresentaram diferenças de médias significativas para três variáveis em comum sendo elas: *Pc/Pl*; *(Elp+Pc)/Pl* e *(Pt-Pl)/At*.

## 5 Considerações finais

Esta pesquisa teve como objetivo analisar a relação entre composição do conselho de administração, recompensa de executivos a partir da concessão de participação nos lucros da empresa (custo de agência), ambas variáveis do modelo de governança corporativa, com a composição da estrutura de capital de empresas brasileiras do setor bancário. Ressalta-se que o estudo também aborda os custos de agência como uma forma de controlar e recompensar executivos no domínio das empresas estudadas.

Como resultado das análises de regressões múltiplas dos indicadores de endividamento (variáveis dependentes) com as variáveis da governança corporativa (independentes) e a variável de controle (*Ano*), têm-se que: a) a variável *Pc/(Elp+Pl)* foi a única influenciada positivamente pela variável de controle *Ano*; b) exceto as variáveis *Pc/Elp* e *Iflp/Pl*, as demais variáveis dependentes (indicadores de endividamento) apresentaram associações positivas com a variável independente *Indpr*, que argumentam que, quando o presidente da empresa é um *outsider*, existe uma maior propensão a assumir riscos elevados de alavancagem financeira, corroborando com os autores Bhagat e Black (1999), Hermalin e Weisbach (1991), e, Rediker e Seth (1995); c) todas as variáveis, exceto *Pc/(Elp+Pl)*, *Pc/Elp* e *Iflp/Pl*, apresentaram associação positiva em relação à variável independente *Part*, fato que indica que os executivos que não possuem benefícios na remuneração, tem menor tendência a assumir maior alavancagem de endividamento, corroborando os argumentos de Berger, Ofek e Yermack (1997); d) os índices de endividamento são explicados por seis dos oito modelos analisados, sendo que maior  $R^2$  é o Modelo de regressão 6 –  $(Pt-Pl)/A$  –, com 11,9%; seguido dos modelos: 4 –  $Pc/(Elp+Pl)$  – com 5,7%; 7 –  $Iflp/Pl$  – com 3,3%; 5 –  $Pc/Elp$  – com 3,1%; 8 –  $Iflp/Pl$  – com 2,2%; e, 1 –  $Elp/Pl$  – com 1,5%. Os modelos 2 –  $(Elp+Pc)/Pl$  – e 3 –  $(Pc/Pl)$  apresentaram, respectivamente,  $R^2$  igual a -0,030 e -0,004, ambos negativos, indicando que estes dois modelos não possuem poder de explicação; e, e) ao se comparar os resultados prévios obtidos por meio da correlação em relação aos obtidos com o uso da regressão, constata-se que cinco variáveis da correlação corroboram com o resultado obtido na regressão: as variáveis *Elp/Pl*, *Pc/Elp* e *Iflp/Pl* com *Indpr*; e, *Iflp/Pl* e  $(Pt-Pl)/At$  com a variável *Part*.

A presente pesquisa confirma que as variáveis de governança corporativa (situação do presidente do conselho de administração e participação nos lucros) possuem influência na estrutura de capital em empresas do setor bancário listadas na Bovespa, questão central desta

pesquisa. Este resultado corrobora os obtidos por Mendes -da-Silva, Famá e Martelanc (2007), com empresas manufatureiras também listadas na Bovespa entre os anos de 1997 e 2001.

Após a realização e análise das regressões, realizou-se testes *t* para avaliar a existência de diferenças significativas, em diferentes anos, entre as médias da estrutura de capitais, avaliada por meio dos oito indicadores de endividamento analisados neste estudo, e as duas variáveis independentes: *Indpr* (empresas em que o presidente do conselho faz parte da diretoria executiva (*insider*) e aquelas cujo presidente é externo à diretoria executiva (*outsider*)) e *Part* (participação ou não nos lucros por parte dos executivos). No que tange a diferença de médias, para a variável independente *Indpr*, os resultados encontrados para quatro indicadores de endividamento –  $Pc/Pl$ ;  $(Elp+Pc)/Pl$ ;  $(Pt-Pl)/At$ ; e  $Iflp/Pl$  – apresentaram diferenças significativas conforme situação do presidente do conselho de administração. Os resultados destas quatro variáveis apoiam os argumentos de Bhagat e Black (1999), Hermlin e Weisbach (1991), e, Rediker e Seth (1995) de que em empresas que o presidente do conselho de administração é externo a empresa (*outsider*), existe maior inclinação a impor mecanismos de controle a os executivos, sendo uma das formas manter um endividamento alto para induzir o executivo a ser mais criterioso na escolha de investimentos, uma vez que terá uma menor disponibilidade de fluxo de caixa. Já em relação a variável *Part*, os resultados encontrados para quatro indicadores de endividamento –  $(Elp+Pc)/Pl$ ,  $Pc/Pl$ ,  $Pc/(Elp+Pl)$  e  $(Pt-Pl)/At$  – apresentaram diferenças significativas entre as empresas em que os executivos recebem participação nos lucros e aquelas em que não recebem. Os resultados destas quatro variáveis também apoiam os argumentos de Berger, Ofek e Yermack (1997) de que os executivos que não possuem benefícios na remuneração, tem menor tendência a assumir maior alavancagem de endividamento.

Como limitação desta pesquisa, tem-se que a mesma não contempla todo o setor financeiro, em virtude de muitos bancos não serem listados na Bovespa, impossibilitando uma comparação mais completa do setor. Outra limitação para o número de casos obtidos, que apesar de censitário é restrito.

Sugere-se, para pesquisas futuras, agrupar as instituições de acordo com nível em que se encontram na Bovespa: nível 1, nível 2 e novo mercado; a inclusão de outras variáveis, tais como: *Indco* (*proxy* que mede o grau de independência do conselho de administração da empresa e é expressa pela fração do total de membros do conselho de administração que é externo à diretoria executiva (*outsider*)); *InTamc* (logaritmo natural do número de membros do conselho de administração de uma empresa *i*, no ano *t*); *Hpod* (índice de concentração do poder de voto sob o domínio dos três principais acionistas); e, *InTamf* (tamanho da firma *i* expresso pelo logaritmo natural do ativo total da empresa (ajustado pela inflação) em um ano *t*). Outra sugestão é reapplicar este estudo em outros setores.

## Referências

ALMEIDA, F. G; ALMEIDA, L. C; NESS Jr., W. L. A Governança Corporativa no Setor de Telecomunicações Brasileiro. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 2, 2002. Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: IBMEC, 2002.

BABBIE, E. R. **The practice of social research**. 11. ed. California: Wadsworth, 2006.

BANZAS, M. S. **Governança corporativa no setor bancário**: evolução recente no mercado brasileiro. Rio de Janeiro. Universidade Federal do Rio de Janeiro.

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

- BHAGAT, S; BLACK, B. The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance. **The Business Lawyer**, v. 54, n. 3, p. 921-963, 1999.
- CRESWELL, J. W. **Projeto de pesquisa: métodos qualitativo, quantitativo e misto**. 2. ed. Porto Alegre: Artmed, 2007.
- DANCEY, C. P; REIDY, J. **Estatística sem Matemática para Psicologia : usando SPSS para Windows**. 3. ed. Porto Alegre: Artmed, 2006.
- GITMAN, L. J. **Princípios de Administração Financeira**. 7. ed., São Paulo: Habra, 1997.
- GUJARATI, D. N. **Econometria Básica**. 3. ed., São Paulo: Makron, 2000.
- HERMALIN, B. E; WEISBACH, M. S. The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance. **Journal of Financial Management**, v. 20, n. 4, p. 101-112, 1991.
- IBGC. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. Maio, 2008. Disponível em <[www.ibgc.org.br](http://www.ibgc.org.br)>. Acesso em: 20 maio 2008.
- JENSEN, M. C. Agency Costs o Free Cash Flow. Corporate Finance and Takeovers. **American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 323-329, 1986.
- JENSEN, M. C; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, p. 305-360. 1976.
- MACEY, J. R. M; O'HARA, M. The corporate governance of banks. **Economic Policy Review**, v. 9, n. 1, p. 91-107, abr. 2003.
- MENDES-DA-SILVA, W; FAMÁ, R; MARTELANC, R. Governança Corporativa e Decisões de Estrutura de Capital em Empresas Brasileiras Listadas. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 31, 2007. Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2007.
- PROCIANOY, J. L; SCHNORRENBERGER, A. A Influência da Estrutura de Controle nas Decisões de Estrutura de Capital das Companhias Brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**, v. 58, n. 1, p. 121-146, 2004.
- REDIKER, K. J; SETH, A. Boards of Directors and Substitution Effects of Alternative Governance Mechanisms. **Strategic Management Journal**, v. 16, n. 2, p. 85-99, 1995.
- SAITO, R; SILVEIRA, D. M. da. Governança corporativa: Custos de Agência e Estrutura de Propriedade. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, p. 79-86, 2008.
- SIEGEL, S. **Estatística não-paramétrica para as ciências do comportamento**. McGrawHill: São Paulo, 1975.