

Independência do conselho de administração reduz o custo de financiamento da dívida? Uma análise em companhias abertas listadas na B3

Angela Paula Muchinski Bonetti (Unochapeco) - angelabonetti@unochapeco.edu.br

Geovanne Dias de Moura (Unochapecó) - geomoura@terra.com.br

Silvio Aparecido Teixeira (UEL) - silvioteixeira@sercomtel.com.br

Cristian Bau Dal Magro (Unochapeco) - crisbau@unochapeco.edu.br

Neusa Maria Gonçalves Salla (URI Santo Ângelo) - neusalla@san.uri.br

Resumo:

O objetivo do estudo foi verificar a influência da independência do conselho de administração no custo de financiamento da dívida de companhias abertas listadas na B3. Realizou-se pesquisa descritiva, documental e quantitativa. Os dados foram obtidos nos Formulários de Referência, banco de dados Economatica e site da B3. Para identificar o custo da dívida, foi calculado, para cada empresa, a razão entre as despesas financeiras e o passivo oneroso médio do ano. Para investigar a independência do conselho foram utilizadas três variáveis: 1) percentual de membros independentes no conselho de administração; 2) dummy que recebeu valor 1 quando a maioria dos membros do conselho eram independentes; e, 3) dummy que captava a existência de dualidade no cargo de presidente do conselho de administração e de diretor presidente. Os resultados revelaram que o custo médio de financiamento da dívida elevou-se de 2012 para 2016. Em relação ao conselho, verificou-se que o percentual médio de membros independentes não ultrapassou 25%, que em menos de 17% das empresas os membros independentes eram a maioria no conselho e que houve redução do número de empresas em que havia dualidade dos cargos de CEO e de presidente do conselho. Por fim, constatou-se que dentre as três variáveis referentes a independência do conselho, somente "PercIndep_CA" que capta o percentual de membros independentes, influenciava para redução do custo da dívida.

Palavras-chave: *Independência do conselho de administração. Custo da dívida. Companhias abertas listadas na B3.*

Área temática: *Abordagens contemporâneas de custos*

Independência do conselho de administração reduz o custo de financiamento da dívida? Uma análise em companhias abertas listadas na B3

Resumo

O objetivo do estudo foi verificar a influência da independência do conselho de administração no custo de financiamento da dívida de companhias abertas listadas na B3. Realizou-se pesquisa descritiva, documental e quantitativa. Os dados foram obtidos nos Formulários de Referência, banco de dados Economatica e site da B3. Para identificar o custo da dívida, foi calculado, para cada empresa, a razão entre as despesas financeiras e o passivo oneroso médio do ano. Para investigar a independência do conselho foram utilizadas três variáveis: 1) percentual de membros independentes no conselho de administração; 2) dummy que recebeu valor 1 quando a maioria dos membros do conselho eram independentes; e, 3) dummy que captava a existência de dualidade no cargo de presidente do conselho de administração e de diretor presidente. Os resultados revelaram que o custo médio de financiamento da dívida elevou-se de 2012 para 2016. Em relação ao conselho, verificou-se que o percentual médio de membros independentes não ultrapassou 25%, que em menos de 17% das empresas os membros independentes eram a maioria no conselho e que houve redução do número de empresas em que havia dualidade dos cargos de CEO e de presidente do conselho. Por fim, constatou-se que dentre as três variáveis referentes a independência do conselho, somente “PercIndep_CA” que capta o percentual de membros independentes, influenciava para redução do custo da dívida.

Palavras-chave: Independência do conselho de administração. Custo da dívida. Companhias abertas listadas na B3.

Área Temática: Abordagens contemporâneas de custos.

1 Introdução

Diversos escândalos, como por exemplo, os casos da Enron e da WorldCom nos Estados Unidos, também da Ansett, OneTel e HIH na Austrália, contribuíram para que investidores passassem a exigir das empresas um comprometimento ainda maior com boas práticas de governança corporativa (SALIM; ARJOMANDI; SEUFERT, 2016). As práticas de governança são um conjunto de ações que permitem construir um ambiente de responsabilidade, confiança e transparência, além de ser uma ferramenta importante para reduzir conflitos que podem impactar negativamente no desempenho de uma empresa (DETTAMRONG; CHANCHARAT; VITHESSONTHI, 2017).

Ressalta-se que a governança preza pelos princípios da probidade, clareza e ética. É um sistema que controla, dirige as empresas e possui como mecanismo central o conselho de administração (MOURA; BEUREN, 2011; VIEIRA et al., 2011). O conselho de administração auxilia na tomada de decisão, desempenha um papel importante na mitigação de falhas gerenciais e na supervisão efetiva das operações da empresa (CHANCHARAT, KRISHNAMURTI; TIAN, 2012).

Então, o conselho de administração é um dos mais importantes mecanismos de governança, todavia, para que sua atuação ocorra de forma efetiva, a independência deste órgão em relação ao controlador e a própria gestão é crucial (MUNIANDY; HILLIER, 2015). Por isso, segundo Fuzi, Halim e Julizaerma (2016), é necessária uma combinação de

conselheiros executivos internos com conselheiros independentes. Os conselheiros independentes são menos susceptíveis aos problemas de auto interesse e menos sujeitos a influência dos controladores e dos gestores. Logo, tendem a ser monitores mais eficazes dos gestores e podem, inclusive, servir como substitutos na proteção dos direitos dos acionistas minoritários e dos credores em ambientes institucionais fracos (FIELDS; FRASER; SUBRAHMANYAM, 2012; BRADLEY; CHEN, 2015).

O tema governança corporativa e, mais especificamente, independência do conselho de administração, são assuntos importantes. Por isso, diversos pesquisadores têm procurado relacioná-los com desempenho (DAI et al., 2016; DETTHAMRONGA; CHANCHARAT; VITHESSONTHI, 2017), gerenciamento de resultado (LUTHAN; SATRIA; ILMAINIR, 2016; RIWAYATI; MARKONAH; SILADJAJA, 2016), planejamento tributário (ANNUAR; SALIHU; OBID, 2014; ARMSTRONG et al., 2015; MULYADI; ANWAR, 2015) remuneração dos executivos (DIMICK; RAO, 2016; AL-NAJJAR, 2017), responsabilidade socioambiental (AMORE; BENNEDSEN, 2016; LIU; ZHANG, 2017; WANG; SARKIS, 2017), valor das ações (TEKER; YUKSEL, 2014; NADARAJAH et al., 2016; PROMMIN et al., 2016) e, também, com o custo de financiamento da dívida.

Dentre os estudos internacionais que investigaram a influência da independência do conselho de administração no custo de financiamento da dívida, podem ser citados os de Anderson, Mansi e Reeb (2004), Ashbaugh-Skaife, Collins e LaFond (2006), Piot e Missonier-Piera (2009), Bradley e Chen (2011), Chen (2012), Fields, Fraser e Subrahmanyam (2012), Aman e Nguyen (2013), Tanaka (2014), Bradley e Chen (2015) e Ghouma, Ben-Nasr e Yan (2018). Destaca-se que a maioria destes autores pesquisaram principalmente empresas americanas. Portanto, este assunto merece atenção em outros países, como no caso do Brasil.

No Brasil, alguns estudos relacionaram governança com custo da dívida, como Caroprezo (2011) que analisaram a governança por meio de um índice desenvolvido por Carvalhal-da-Silva e Leal (2005), também pela listagem nos níveis diferenciados de governança da BM&FBovespa (atual B3) e, ainda, pela listagem de ADRs nos Estados Unidos. Barros, Silva e Voese (2015) também mensuraram a governança por meio do índice de Carvalhal-da-Silva e Leal (2005) e dos níveis diferenciados de governança corporativa e relacionaram com o custo da dívida. Fonseca e Silveira (2016) relacionaram o fato das empresas estarem listadas em níveis diferenciados de governança com o custo da dívida.

No entanto, não foram encontrados estudos nacionais que analisaram especificamente a influência da independência do conselho no custo de financiamento da dívida. Logo, existe uma lacuna na literatura nacional quanto a este tema, por isso considera-se relevante a investigação desta questão. Sendo assim, a questão de pesquisa que orienta este estudo é: Qual a influência da independência do conselho de administração no custo de financiamento da dívida de companhias abertas listadas na B3? Então, o estudo objetiva verificar a influência da independência do conselho de administração no custo de financiamento da dívida de companhias abertas listadas na B3.

Os financiamentos formais são uma forma importante que as empresas, principalmente de países emergentes, possuem para obter recursos, visto que nesses países o mercado acionário tende a ser pouco desenvolvido (SHAILER; WANG, 2015; LANZARIN, 2018). Então, é importante analisar as questões que envolvem o custo da dívida, para controle e redução dos riscos dos fornecedores de capital e, assim, aumentar a capacidade de investimentos. Portanto, a pesquisa torna-se relevante ao fornecer novas evidências do cenário brasileiro, ainda carente de pesquisas sobre o assunto.

2 Independência do conselho de administração e custo de financiamento da dívida

Os detentores de títulos da dívida, em geral, ao fornecerem recursos financeiros para empresas, enfrentam principalmente duas ameaças: o risco de expropriação pelos acionistas

controladores e os comportamentos oportunistas dos gestores das empresas (ASHBAUGH-SKAIFE; COLLINS; LAFOND, 2006; GHOUA; BEM-NASR; YAN, 2018).

No caso dos acionistas controladores, estes podem ter incentivos para expropriar a riqueza dos acionistas minoritários, o que afetaria também os credores de títulos da dívida. A expropriação pode ocorrer quando o controlador decide investir em projetos de alto risco após realizar empréstimos. Assim, ao realizar tal operação, os proprietários recebem a maior parte dos benefícios, enquanto os credores assumem a maior parte do risco e do custo. Então, os credores podem se adiantar ao comportamento oportunista e, conseqüentemente, cobrar juros mais elevados das empresas sujeitas a maiores riscos de expropriação (ASHBAUGH-SKAIFE; COLLINS; LAFOND, 2006; GHOUA; BEM-NASR; YAN, 2018).

Quanto ao comportamento oportunista dos gestores, acredita-se que por serem agentes imperfeitos, podem prosseguir com atividades que não maximizem o desempenho e o valor das empresas. Por exemplo, os gestores podem buscar alternativas que os consolidem na empresa de tal forma que se torne muito onerosa a sua substituição. Também podem tornar os contratos da empresa tão implícitos quanto possível e ainda investir apenas em projetos em que eles tenham experiência, independentemente do impacto no desempenho e no valor. Podem se envolver ainda em práticas de gerenciamento de resultados para acobertar mau desempenho. Em razão destas possibilidades os credores podem cobrar juros mais elevados (ASHBAUGH-SKAIFE; COLLINS; LAFOND, 2006; GHOUA; BEM-NASR; YAN, 2018).

Nesse sentido, boas práticas de governança poderiam restringir os comportamentos oportunistas de controladores e gestores, o que diminuiria, logicamente, o prêmio exigido em razão do risco, por parte dos provedores de capital (AMAN; NGUYEN, 2013). Por outro lado, uma governança corporativa fraca pode prejudicar a situação financeira de uma empresa e deixar os credores da dívida vulneráveis a perdas, o que resultaria em maiores custos de financiamento da dívida (ASHBAUGH-SKAIFE; COLLINS; LAFOND, 2006).

No tocante as práticas de governança, o mecanismo de controle interno central para monitorar os gestores é o conselho de administração. Todavia, a atuação do conselho dependerá do seu nível de independência, que está associado com maior ou menor influência dos acionistas controladores (MOURA; BEUREN, 2011; BRADLEY; CHEN, 2015). Assim, a função de monitoramento do conselho torna-se mais efetiva quando ele é composto principalmente por membros externos, fator este que o torna mais independente.

Quanto menor é a influência dos acionistas controladores sobre os membros do conselho, menores são as chances de os conselhos agirem somente em benefício dos controladores (ANDERSON; MANSI; REEB 2004; AMAN; NGUYEN, 2013; TANAKA, 2014). Assim, as empresas que possuem uma maior proporção de diretores independentes no conselho também tendem a dispor de um melhor acompanhamento das ações da gestão.

Deste modo, os detentores de títulos enfrentarão menores riscos em relação à administração da empresa e isso, por sua vez, poderá levar à uma redução do custo da dívida (BHOJRAJ; SENGUPTA, 2003). Pesquisadores como Anderson, Mansi e Reeb (2004), Fields, Fraser e Subrahmanyam (2012), Tanaka (2014), Bradley e Chen (2015) e Ghouma, Bem-Nasr e Yan (2018) destacaram que conselheiros independentes executam um melhor acompanhamento da gestão e, por isso, restringem atividades de auto interesse.

Outra importante responsabilidade dos conselhos, de acordo com autores como Anderson, Mansi e Reeb (2004), Chen (2012), Fields, Fraser e Subrahmanyam (2012) e Bradley e Chen (2015), sob a perspectiva dos credores, é supervisionar e garantir a qualidade das demonstrações contábeis. Considerando que os credores das dívidas dependem das informações contábeis apresentadas para avaliarem a possibilidade de concessão do financiamento e dos juros que serão cobrados, é natural que empresas que possuem conselhos

mais independentes, transmitirão maior credibilidade aos credores, no tocante a suas informações contábeis.

Conforme ressaltam Anderson, Mansi e Reeb (2004), do ponto de vista de um credor, um dos fatores mais importantes que pode influenciar para maior integridade e qualidade das informações contábeis é a independência do conselho de administração. Sendo assim, o custo da dívida pode ser sensível à independência do conselho. Todavia, o poder de monitoramento do conselho de administração, conforme alertam Ashbaugh-Skaife, Collins e LaFond (2006) pode ser severamente comprometido se o diretor presidente também atuar como presidente do conselho.

Isso ocorre porque o presidente do conselho frequentemente define a agenda do conselho e, portanto, controla os problemas que serão tratados nas reuniões. Então, quando o mesmo indivíduo ocupar ambos os cargos, determinados assuntos podem ficar de fora das pautas de reuniões. Nesse sentido, Ashbaugh-Skaife, Collins e LaFond (2006) mencionam ainda que, pelo fato do presidente do conselho exercer influência significativa na escolha de candidatos para outros assentos do conselho, havendo a dualidade do cargo, aumenta-se o risco de que novos membros do conselho não sejam independentes.

Além disso, segundo Bradley e Chen (2015) e Ghouma, Bem-Nasr e Yan (2018), o poder do diretor presidente no conselho de administração se amplia ainda mais e provavelmente haverá limitação do poder do conselho de disciplinar a gestão. Logo, é possível que a dualidade no cargo de diretor presidente e presidente do conselho esteja associada a maior custo de financiamento da dívida (ANDERSON; MANSI; REEB, 2004; BRADLEY; CHEN, 2015).

Na literatura, os resultados acerca da influência da independência do conselho no custo de financiamento da dívida das empresas ainda são bastante divergentes, pois, enquanto alguns autores identificaram influência positiva, outros não encontraram relação. Sendo assim, este assunto ainda apresenta lacunas que requerem investigações, conforme pode ser verificado de forma mais detalhada por meio dos estudos anteriores que serão descritos na sequência.

3 Estudos anteriores que investigaram a influência da independência do conselho de administração no custo de financiamento da dívida

Para a seleção dos artigos desta subseção, foram consultados periódicos internacionais, da área de contabilidade, classificados com índice de alto impacto pelo *Journal Citation Reports* (JCR), edição 2016. Também foram consultados periódicos nacionais listados no Webqualis da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES) (Quadriênio 2013-2016), nos estratos A1 a B5, da área de Administração Pública e de Empresas, Ciências Contábeis e Turismo. Para identificar os artigos foram realizadas combinações envolvendo as seguintes palavras-chave: *board independence; board characteristics; cost of debt; debt financing; cost of debt financing*. Nos periódicos nacionais foram utilizadas as respectivas palavras em português.

É importante ressaltar que esta seção contém apenas estudos que investigaram especificamente a influência da independência do conselho no custo da dívida, ou, então, que investigaram outras características da governança, mas, que de forma complementar também analisaram a influência da independência do conselho. Porém, estudos que abordaram outras questões de governança, sem envolver a independência do conselho não foram descritos, haja vista que não estariam diretamente relacionados com o objetivo principal desta pesquisa.

Inicia-se pela pesquisa de Anderson, Mansi e Reeb (2004) que investigaram a associação entre independência do conselho e custo de financiamento da dívida. A análise ocorreu em uma amostra de 252 companhias abertas americanas, que possuíam dados disponíveis no período de 1993 a 1998. Os resultados evidenciaram que as empresas com

conselhos maiores e mais independentes e comitês de auditoria maiores e mais independentes possuíam um menor custo de financiamento da dívida, sugerindo que os conselhos de administração eram um elemento importante no processo contábil financeiro.

Ashbaugh-Skaife, Collins e LaFond (2006) investigaram se as empresas que possuíam forte governança corporativa beneficiavam-se de classificações de crédito mais altas em relação a empresas com governança fraca. A amostra de empresas analisadas foi de 894 companhias abertas americanas, que possuíam dados para o ano fiscal de 2002. Os resultados demonstraram que a independência geral do conselho, a participação acionária e o conhecimento financeiro dos membros do conselho associavam-se negativamente com o custo da dívida. Concluíram que as empresas com governança fraca têm uma menor probabilidade de receber uma classificação de crédito de grau de investimento.

Piot e Missonier-Piera (2009) investigaram os efeitos de características da governança corporativa sobre os custos de financiamento da dívida de companhias abertas francesas. A análise ocorreu no período de 1999 a 2001 e os resultados revelaram uma relação negativa entre o custo de financiamento da dívida e três atributos de qualidade da governança corporativa: a) independência do conselho, b) existência de um comitê de remuneração composto por administradores não executivos, e c) presença de acionistas institucionais significativos no patrimônio da empresa.

Bradley e Chen (2011) analisaram a influência da independência do conselho no custo de financiamento da dívida. Para tal, analisaram uma amostra constituída por 430 companhias de capital aberto listadas no índice Standard & Poor's (S&P) 1500 no período de 2002 a 2007. Os principais resultados apresentados pelos autores apontaram que a independência do conselho não influenciava no custo de financiamento da dívida.

Chen (2012) examinou o efeito de características do conselho sobre o custo da dívida. A análise ocorreu em 388 companhias abertas norte-americanas no período de 2002 a 2007, que apresentavam dados disponíveis na base de dados Standard & Poor's (S&P) 1500. Constatou que maiores percentuais de membros independentes, maioria de membros independentes no conselho e não dualidade no cargo de CEO e de presidente do conselho eram características que estavam fortemente associadas a um menor custo da dívida.

Fields, Fraser e Subrahmanyam (2012) investigaram a relação da qualidade do conselho com o custo da dívida em 1054 companhias abertas americanas que possuíam dados de 2002 a 2005. Ressaltaram que a hipótese básica era que os conselhos de alta qualidade tenderiam a ter melhor governança, assim, atuando como monitores no custo da dívida. Os resultados demonstraram que o custo dos empréstimos, incluído as restrições contratuais eram menores em empresas com conselhos de administração maiores e mais independentes.

Aman e Nguyen (2013) examinaram se a boa governação estava associada com melhores classificações de crédito e menor custo da dívida no Japão. A amostra foi composta por 437 empresas japonesas listadas na bolsa de Tóquio. Os resultados encontrados demonstraram que o tamanho do conselho apresentou influência sobre o custo da dívida, mas, de modo contrário, a proporção de conselheiros independentes era irrelevante.

Tanaka (2014) explorou a relação entre mecanismos de governança corporativa e o custo de financiamento da dívida de companhias abertas. A amostra foi composta por 196 companhias abertas japonesas com dados disponíveis no período de 2005 a 2008. A análise empírica revelou que o efeito da governança corporativa sobre o custo dependia das características dos sistemas de governança corporativa, assim as empresas com grandes acionistas corporativos apresentavam custos da dívida mais baixos, indicando que os credores da dívida consideravam favoráveis as atividades de monitoramento de grandes acionistas.

Bradley e Chen (2015) investigaram se a independência do conselho reduzia o custo da dívida. Investigaram 1.610 companhias americanas no período de 2002 a 2006. Para identificar as empresas os autores utilizaram as exigências da Lei Sarbanes-Oxley (SOX), que

exigia que a maioria dos membros do conselho fossem independentes, por isso, tomaram como critério o aumento da independência pós-SOX. Perceberam que a independência influenciava positivamente no custo da dívida quando existiam situações de conflito ou risco graves. Entretanto, em caso de conflitos leves o impacto no custo da dívida era negativo.

Ghouma, Bem-Nasr e Yan (2018) investigaram a relação entre governança corporativa e custo do financiamento da dívida em uma amostra de 169 companhias canadenses no período de 1986 a 2014. Os resultados demonstraram que o índice total de governança corporativa do “Globe and Mail” apresentou coeficiente negativo e significativo, denotando que a governança corporativa influenciava no custo da dívida. A composição e independência do conselho apresentaram maior peso no índice final.

Depreende-se a partir dos artigos apresentados que os resultados ainda são bastante divergentes, pois, enquanto alguns autores identificaram relação entre independência do conselho e custo da dívida, outros não encontraram. Sendo assim, este assunto ainda apresenta lacunas que requerem investigações. Nota-se ainda, que as investigações ocorreram principalmente em empresas americanas, logo o assunto merece atenção em outros países, como no caso do Brasil.

4 Procedimentos metodológicos

Para atender ao objetivo proposto realizou-se pesquisa descritiva, documental e de abordagem quantitativa. Inicialmente, em razão das peculiaridades do setor, em cada ano, foram excluídas as companhias que exerciam atividades financeiras. Também foram excluídas as companhias que não possuíam informações necessárias para o cálculo de todas as variáveis utilizadas na pesquisa. Deste modo, a amostra selecionada totalizou 209 companhias em 2012, 213 em 2013, 221 em 2014, 215 em 2015 e 221 em 2016.

Para identificar o custo de financiamento da dívida, de forma similar aos estudos anteriores de Caroprezo (2011), Fields, Fraser e Subrahmanyam (2012), Bradley e Chen (2015), Barros, Silva e Voese (2015) e Fonseca e Silveira (2016), foi calculado, em cada ano, para cada empresa da amostra, a razão entre as despesas financeiras e o passivo oneroso médio do ano. O passivo oneroso foi representado pelos empréstimos e financiamento de curto e longo prazo, incluindo as debêntures emitidas. Os dados foram coletados no banco de dados Economatica e referem-se ao período de 2012 a 2106.

Para investigar a independência do conselho de administração das empresas, similar aos estudos de Anderson, Mansi e Reeb (2004); Ashbaugh-Skaife, Collins e LaFond (2006); Fields, Fraser e Subrahmanyam (2012); Bradley e Chen (2015); Ghouma, Bem-Nasr e Yan (2018), serão utilizadas três variáveis: a) percentual de membros independentes no conselho de administração (PercIndep_CA); b) *dummy* que recebeu valor 1 quando a maioria dos membros do conselho eram independentes (MaiorMembrCA_Indep); e, c) *dummy* que captava a existência de dualidade no cargo de presidente do conselho de administração e de diretor presidente (Dual_CEO&PresCA). Os dados foram coletados manualmente, em cada ano, para cada empresa da amostra, nos Formulários de Referência, na Seção 12.6 – Composição e experiência profissional da administração e do Conselho Fiscal.

Realizou-se análise descritiva da variável de custo da dívida e das variáveis de independência do conselho. Após, foi utilizada a regressão linear múltipla, para analisar a influência da independência do conselho de administração no custo do financiamento da dívida. Foram observados os pressupostos de normalidade, por meio do teste de Kolmogorov-Smirnov; multicolinearidade, por meio do fator de inflação de variância – VIF e Tolerance; e ausência de autocorrelação serial, por meio do teste de Durbin-Watson. Para examinar a existência da homocedasticidade no comportamento dos resíduos, foi aplicado o teste de Pesarán-Pesarán.

Nas regressões, a variável de custo da dívida foi classificada como dependente (predita). As variáveis que captam a independência do conselho administração, assim como as de controle, foram classificadas como independentes (preditoras).

As variáveis de controle utilizadas foram o tamanho do conselho (número total de membros), a idade da empresa (medida pelo número de anos decorridos desde a data de fundação constante no registro da CVM), governança corporativa (dummy que recebeu valor 1 quando a empresa estava listada em algum nível diferenciado de governança da B3), endividamento (calculado pela fórmula: $(\text{Passivo circulante} + \text{Passivo não circulante}) / \text{Ativo total}$), tamanho da empresa (logaritmo natural do valor contábil dos ativos totais), ROA (Ebitda/Ativo total) e crescimento da empresa (percentual de crescimento dos ativos).

a) Tam_Conselho: conselhos maiores podem aumentar o nível de monitoramento sobre a gestão e melhorar o processo financeiro, contribuindo, assim, para redução do custo da dívida (ANDERSON; MANSI; REEB, 2004; FIELDS; FRASER; SUBRAHMANYAM, 2012; AMAN; NGUYEN, 2013).

b) Idade da empresa: empresas que atuam há mais tempo no mercado, possuem maior solidez financeira, também apresentam melhores mecanismos de gestão que auxiliam na obtenção de competitividade. Além disso, normalmente, estabelecem boas relações com os diversos *stakeholders*, inclusive os credores da dívida. Logo, empresas mais antigas tendem a ter menores custos da dívida (BRADLEY; CHEN, 2011; CHEN, 2012; FIELDS; FRASER; SUBRAHMANYAM, 2012; TANAKA, 2014; BRADLEY; CHEN, 2015).

c) Governança corporativa: boas práticas de governança auxiliam para a redução de problemas de agência, de assimetria de informação e contribuem para proteção dos interesses dos acionistas e dos credores da dívida. Portanto, empresas que possuem melhores práticas de governança tendem a apresentar menores custos de financiamento da dívida (CHEN, 2012; FIELDS; FRASER; SUBRAHMANYAM, 2012; AMAN; NGUYEN, 2013).

d) Endividamento: empresas com maiores níveis de endividamento aumentam a perspectiva de falência e, portanto, tendem a pagar juros mais altos por serem vistas como mais arriscadas (ANDERSON; MANSI; REEB, 2004; ASHBAUGH-SKAIFE; COLLINS; LAFOND, 2006; AMAN; NGUYEN, 2013; TANAKA, 2014; BRADLEY; CHEN, 2015; GHOUMA; BEM-NASR; YAN, 2018).

e) Tamanho da empresa: empresas maiores tendem a se beneficiar por meio de economias de escala e de um desempenho estável. Também apresentam maior capacidade para suportar dificuldades oriundas de fluxo de caixa negativo e, com isso, estão menos propensas à inadimplência. Assim, são vistas como menos arriscadas pelos credores e tendem a ter menores custos da dívida (CHEN, 2012; FIELDS; FRASER; SUBRAHMANYAM, 2012; TANAKA, 2014; BRADLEY; CHEN, 2015; GHOUMA; BEM-NASR; YAN, 2018).

f) ROA: empresas mais lucrativas apresentarão menor dificuldade de pagar dívidas e, por isso, tendem a apresentar menor custo de endividamento (FIELDS; FRASER; SUBRAHMANYAM, 2012; AMAN; NGUYEN, 2013; TANAKA, 2014; BRADLEY; CHEN, 2015; GHOUMA; BEM-NASR; YAN, 2018).

g) Crescimento: as empresas que se encontram em constante crescimento, sujeitam-se a um maior risco e, portanto, tendem a apresentar maior custo de endividamento (TANAKA, 2014; BRADLEY; CHEN, 2015).

Os dados relacionados ao tamanho do conselho de administração foram coletados manualmente nos Formulários de Referência: Seção 12.5/6 – Composição e experiência profissional da administração e do Conselho fiscal. As idades das companhias também foram coletadas manualmente nos Formulários de Referência: Dados cadastrais - Dados gerais. Os dados sobre “Endividamento”, “Tamanho”, “ROA” e “Crescimento” foram coletados no banco de dados Econômica, para todo o período analisado. Os dados sobre “Governança” foram coletados manualmente no sítio da B3.

5 Descrição e análise dos dados

Esta seção contém a descrição e análise dos dados coletados. Primeiramente, apresentam-se as estatísticas descritivas do custo de financiamento da dívida das empresas. Na sequência, descrevem-se as estatísticas descritivas das características do conselho de administração. Por fim, são apresentados os coeficientes das regressões que permitem alcançar o objetivo da pesquisa. Na Tabela 1 são demonstrados os indicadores do custo da dívida do período de 2012 a 2016.

Tabela 1 – Estatísticas descritivas do custo de financiamento da dívida do período de 2012 a 2016

ANO	Número de Empresas	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
2012	209	0,01	4,14	0,33	0,42
2013	213	0,01	4,09	0,37	0,52
2014	221	0,01	4,45	0,41	0,61
2015	215	0,02	7,67	0,59	0,98
2016	221	0,02	8,94	0,59	1,08
2012 a 2016	1079	0,00	8,94	0,46	0,78

Fonte: dados da pesquisa.

Nota-se na Tabela 1 que o custo médio de financiamento da dívida elevou-se de 0,33 no ano de 2012 para 0,59 no ano de 2016. Em 2012 o indicador mínimo foi de 0,01, o máximo de 4,14 e o desvio padrão foi de 0,42. No ano de 2016 o indicador mínimo correspondeu a 0,02, o indicador máximo elevou-se para 8,94 e o desvio padrão foi de 1,08, indicando que em 2016 existiam maiores diferenças no custo da dívida entre as empresas.

Ao comparar os resultados desta pesquisa com os de Caroprezo (2011) que investigou o custo da dívida de 658 companhias abertas no período de 2003 a 2009 e encontrou um indicador médio de 0,38, com os de Barros, Silva e Voese (2015) que analisou o custo da dívida de 83 companhias abertas no período de 2008 a 2010 e identificou um indicador médio de 0,26 e com os de Fonseca e Silveira (2016) que investigaram 230 companhias abertas no período de 2010 a 2014 e encontraram um indicador médio de 0,20, percebe-se que as empresas da amostra atual apresentaram um indicador médio superior ao das empresas analisadas por esses três autores, indicando um maior custo da dívida.

Porém, cabe destacar que a diferença de resultados pode ser decorrente dos critérios de formação da amostra. Além disso, a elevação dos indicadores médios no período podem ser reflexo da crise financeira que ocorreu partir de 2010, pois, conforme ressalta a Associação Brasileira de bancos (ABBC, 2016), a partir do ano de 2010 o país vem passando por grandes períodos de crise financeira, também houve desvalorização do dólar e aumento do nível de endividamento das companhias abertas.

De acordo com o relatório da ABBC (2016, p. 2) “A relação Dívida Bruta/PL mais do que dobra entre 2010 e 2015, saindo de 0,56 para 1,23”. A ABBC (2016) também descreveu que as instituições financeiras, de modo geral, preocupadas com o cenário recessivo, sujeito a riscos, passaram a adotar critérios mais restritivos no momento de liberar novos empréstimos a pessoas jurídicas, passaram a monitorar as carteiras correntes e exigir juros mais elevados. Essa pode ser uma justificativa para a elevação do custo da dívida identificado nesta pesquisa.

Na Tabela 2 apresentam-se as estatísticas descritivas do percentual de membros independentes no conselho de administração do período de 2012 a 2016.

Tabela 2 – Percentual de membros independentes no conselho de administração do período de 2012 a 2016

ANO	Número de Empresas	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
2012	209	0	89	20	21
2013	213	0	100	21	22
2014	221	0	100	22	23
2015	215	0	100	22	24
2016	221	0	100	24	24
2012 a 2016	1079	0	100	22	23

Fonte: dados da pesquisa.

É possível observar na Tabela 2, pelas médias de cada ano, que a maioria dos membros dos conselhos não eram independentes, visto que no período de 2012 a 2016 o percentual médio não ultrapassou 25%. No ano de 2012 o percentual médio correspondia a apenas 20%, sendo que em nenhuma das empresas foi identificado 100% de membros independentes. É possível verificar ainda que o percentual médio elevou-se para 21% no ano de 2013, subiu para 22% em 2014 e 2015 e elevou-se, outra vez, para 24% em 2016.

Estes percentuais médios, evidenciados na Tabela 2, são inferiores aos identificados em pesquisas anteriores de outros países, como a de Anderson, Mansi e Reeb (2004) que investigaram companhias americanas e encontraram um percentual médio de independência de 57%, Ashbaugh-Skaife, Collins e LaFond (2006) que analisaram uma amostra de 894 companhias abertas americanas no ano de 2002 e constataram um percentual médio de independência de 70%, Bradley e Chen (2011) que analisaram 430 companhias americanas no período de 2002 a 2007 e constataram um percentual médio de independência de 68%, Chen (2012) que verificaram 388 companhias americanas no período de 2002 a 2007 e constataram um percentual médio de independência de 73%, Fields, Fraser e Subrahmanyam (2012) que investigaram 1054 companhias americanas no período de 2002 a 2005 e identificaram um percentual médio de independência de 72,62%, Aman e Nguyen (2013) que analisaram 437 companhias japonesas no período de 2003 a 2008 e encontraram um percentual médio de independência de 6% e Bradley e Chen (2015) que investigaram 1610 companhias americanas de 2002 a 2006 e encontraram um percentual médio de independência aproximado de 70%.

De modo geral, os percentuais médios de independência dos conselhos, identificados nesta pesquisa, evidenciam uma baixa capacidade dos conselhos para monitorarem os gestores, visto que a independência em relação ao controlador e a própria gestão aparenta estar comprometida na maioria das empresas.

Na Tabela 3 apresentam-se os totais e percentuais de empresas da amostra em que os membros independentes são a maioria no conselho no período de 2012 a 2016.

Tabela 3 – Total e percentual de empresas em que os membros independentes eram a maioria no conselho de administração no período de 2012 a 2016

ANO	Total de empresas da amostra	Total de empresas em que os membros independentes são a maioria no conselho	Percentual de empresas em que os membros independentes são a maioria no conselho
2012	209	24	11 %
2013	213	29	14%
2014	221	29	13%
2015	215	37	17%
2016	221	33	15%
2012 a 2016	1079	152	14%

Fonte: dados da pesquisa.

Nota-se na Tabela 3 que o percentual de empresas em que os membros independentes eram a maioria no conselho de administração não ultrapassou 17% do total da amostra, no período de 2012 a 2016. Verifica-se também que no ano de 2012 apenas 11% das empresas possuíam o conselho constituído pela maioria de membros independentes. Esse percentual elevou-se para 14% em 2013, reduziu para 13% em 2014, elevou-se para 17% em 2015 e reduziu, outra vez, para 15% em 2016.

Sendo assim, estes percentuais médios, novamente são inferiores aos identificados em pesquisas anteriores, como a de Rajpal (2012) em que 50% das empresas indianas da amostra possuíam o conselho constituído pela maioria de membros independentes e como as de Chen (2012) e de Bradley e Chen (2015) em que mais de 50% das empresas americanas possuíam o conselho constituído pela maioria de membros independentes. Ressalta-se, outra vez, que as diferenças nos resultados podem ser decorrentes das características da governança dos países.

De maneira geral, os percentuais de empresas em que os membros independentes eram a maioria no conselho, assim como em relação aos percentuais de membros independentes no conselho, evidenciaram um grande número de empresas susceptíveis a uma baixa capacidade de monitoramento dos conselhos.

Na Tabela 4 apresentam-se os totais e percentuais de empresas em que o CEO também era o presidente do conselho de administração no período de 2012 a 2016.

Tabela 4 – Total e percentual de empresas da amostra em que o CEO também era o presidente do conselho de administração no período de 2012 a 2016

ANO	Total de empresas da amostra	Total de empresas em que o CEO também é o presidente do Conselho de Administração	Percentual de empresas em que o CEO também é o presidente do Conselho de Administração
2012	209	38	18%
2013	213	28	13%
2014	221	29	13%
2015	215	24	11%
2016	221	27	12%
2012 a 2016	1079	146	14%

Fonte: dados da pesquisa.

Observa-se na Tabela 4 que o percentual de empresas em que havia dualidade no cargo de presidente do conselho e de diretor presidente reduziu no período de 2012 a 2015, e apresentou um pequeno aumento no ano de 2016. De modo geral, indicando melhoria neste quesito, haja vista que a separação dos cargos garante que o diretor presidente não terá poder excessivo sobre o conselho de administração, conforme ressaltam autores como Chen (2012), Bradley e Chen (2015) e Ghouma, Bem-Nasr e Yan (2018).

No ano de 2012, em 18% das empresas uma mesma pessoa ocupava as funções de presidente do conselho de administração e o cargo de diretor presidente da empresa. Esse percentual reduziu para 13% em 2013 e 2014, para 11% em 2015 e, então, elevou-se para 12% em 2016. Estes percentuais são superiores aos encontrados por Benkel et al. (2006), ao constatar que apenas 6% das empresas australianas investigadas possuíam dualidade das funções e de Rajpal (2012) que identificou, na sua amostra de empresas indianas, apenas 7%. No entanto, são inferiores ao percentual de 24% encontrado por Peasnell et al. (2005) em uma amostra de empresas do Reino Unido, e aos percentuais de 20% e 52%, encontrados por Epps e Ismail (2009) e Chen (2012), respectivamente, em amostras de empresas americanas.

É importante ressaltar que a não separação das funções, segundo Bradley e Chen (2015) e Ghouma, Bem-Nasr e Yan (2018), resulta em concentração de poder, reduz a independência do conselho e pode contribuir para o aumento do custo da dívida. Então, de modo geral, percebe-se que houve melhora em relação a esta característica no período investigado.

Na Tabela 5 apresentam-se os coeficientes das regressões que permitem verificar a influência da independência do conselho no custo da dívida das companhias da amostra.

Tabela 5 - Coeficientes da regressão da influência da independência do conselho no custo de financiamento da dívida no período de 2012 a 2016

Variáveis independentes	Variável dependente: Custo Div			
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
(Constante)	1,30***	1,28***		1,30***
PercIndep_CA	-0,01**			-0,01**
MaiorMembrCA_Indep		-0,02		-0,11
Dual_CEO&PresCA			0,04	0,03
Tam_Conselho	-0,02**	-0,02**	-0,02**	-0,02**
Idade_Cia	0,00	0,01	0,00	0,00
Governança	-0,13***	-0,10***	-0,09***	-0,15***
Endividamento	0,05	0,05	0,04	0,04
Tam_Cia	-0,12***	-0,12***	-0,12***	-0,12***
ROA	-0,01**	-0,01**	-0,01**	-0,01**
Crescim	0,01*	0,01*	0,01*	0,01*
R-quadrado ajustado	0,14	0,13	0,13	0,14
F-Anova	5,27***	5,05***	4,55***	8,63***
VIF/Tolerance	<10	<10	<10	<10
Durbin Watson	1,94	1,93	1,92	1,92

*** Significativo a 1%; ** Significativo a 5%; * Significativo a 10%

Fonte: dados da pesquisa.

Observa-se na Tabela 5 que os R^2 ajustados foram de 13% e 14%. Estes R^2 ajustados, são similares aos registrados em outras pesquisas anteriores da mesma natureza, tais como de Bradley e Chen (2011), que apresentaram regressões com R^2 de 11%, 13% e 15%, Chen (2012) com R^2 de 18% e 21%, Aman e Nguyen (2013) que possuíam R^2 de 12% e 13% e Bradley e Chen (2015) com R^2 entre 10% e 13%. Sendo assim, o percentual explicado pelas variáveis independentes pode ser considerado aceitável.

Nota-se que os testes F-ANOVA foram significantes (0,01), indicando que o conjunto de variáveis independentes exercem influência sobre as variáveis dependentes em todos os modelos. Os resultados das estatísticas de Durbin-Watson (entre 1,92 e 1,94) demonstram que não existem problemas de autocorrelação dos resíduos, uma vez que os valores ficaram próximos de 2. Verifica-se também que os fatores de inflação de variância (VIF e Tolerance) evidenciam que não há problema de multicolinearidade entre as variáveis independentes.

É possível observar, ainda na Tabela 5, que a variável “PercIndep_CA”, que capta o percentual de membros independentes em relação ao total de membros do conselho, bem como a variável “MaiorMembrCA_Indep”, que verifica se a maioria dos membros do conselho eram independentes, apresentaram coeficientes negativos, seja quando analisadas de forma individual, nos modelos 1 e 2, ou, no modelo 4, quando analisadas de forma conjunta. No entanto, os coeficientes são estatisticamente significantes apenas para a variável PercIndep_CA. Todavia, apesar da falta de significância da variável MaiorMembrCA_Indep, os coeficientes negativos de ambas dão indícios de influência para um menor custo da dívida.

Estes resultados estão em consonância com os de Anderson, Mansi e Reeb (2004), Ashbaugh-Skaife, Collins e LaFond (2006), Fields, Fraser e Subrahmanyam (2012), Bradley e Chen (2015) e Ghouma, Bem-Nasr e Yan (2018) e alinhados aos argumentos de que conselhos mais independentes fornecem uma supervisão superior do processo financeiro e, por isso, os credores da dívida se beneficiam diretamente de uma maior transparência e credibilidade dos relatórios contábeis, resultando em um menor custo da dívida.

Na Tabela 5, é possível verificar também que a variável “Dual_CEO&PresCA”, que capta se os cargos de diretor presidente e de presidente do Conselho são ocupados pelo mesmo indivíduo, apresentou coeficientes positivos, seja quando analisada de forma individual, no modelo 3, ou, quando analisada de forma conjunta com a demais variáveis de independência do conselho. No entanto, os coeficientes não são estatisticamente significantes. Apesar da falta de significância, os coeficientes positivos dão indícios de que a dualidade influencia para um maior custo da dívida. Estes resultados são similares aos de Bradley e Chen (2015) e Ghouma, Bem-Nasr e Yan (2018) e confirmam que a não separação das funções pode aumentar a concentração de poder, reduzir a independência do conselho e contribuir para o aumento do custo da dívida.

Dentre as variáveis de controle, cinco apresentaram coeficientes estatisticamente significantes. Tratam-se das variáveis “Tam_Conselho”, “Governança”, “Tamanho”, “ROA” e “Crescim”, sendo que apenas a variável “Crescim” apresentou coeficiente positivo. De modo contrário as variáveis “Idade_Cia” e “Endividamento” não apresentaram coeficientes estatisticamente significantes.

No que tange ao tamanho do conselho de administração confirmou-se que conselhos maiores podem aumentar o nível de monitoramento sobre a gestão e melhorar o processo financeiro, contribuindo, assim, para redução do custo da dívida, conforme ressaltaram autores como Anderson, Mansi e Reeb (2004), Fields, Fraser e Subrahmanyam (2012) e Aman e Nguyen (2013).

Em relação à governança, os resultados da Tabela 5 confirmam que boas práticas de governança corporativa podem auxiliar para a redução de problemas de agência, de assimetria de informação e contribuir para proteção dos interesses dos acionistas e dos credores da dívida. Por isso, empresas que possuem melhores práticas de governança tendem a apresentar menores custos de financiamento da dívida, conforme descreveram Chen (2012), Fields, Fraser e Subrahmanyam (2012) e Aman e Nguyen (2013).

Quanto ao tamanho da empresa, confirmou-se que empresas maiores por se beneficiarem de economias de escala e de desempenho estável. Também por apresentarem maior capacidade para suportar dificuldades oriundas de fluxo de caixa negativo e por estarem menos propensas à inadimplência são vistas como menos arriscadas pelos credores e tendem a ter menores custos da dívida conforme sugerem Chen (2012), Fields, Fraser e Subrahmanyam (2012), Tanaka (2014), Bradley e Chen (2015) e Ghouma, Bem-Nasr e Yan (2018).

No que se refere ao ROA, os resultados também confirmaram que empresas mais lucrativas apresentarão menor dificuldade de pagar dívidas. Por isso, tendem a apresentar menor custo da dívida, conforme relataram autores como Fields, Fraser e Subrahmanyam (2012), Aman e Nguyen (2013), Bradley e Chen (2015) e Ghouma, Bem-Nasr e Yan (2018).

Por fim, em relação ao crescimento, confirmou-se também que as empresas que se encontram em constante crescimento podem estar sujeitas a um maior risco e, portanto, tendem a apresentar maior custo de endividamento, de acordo com Tanaka (2014) e Bradley e Chen (2015).

6 Considerações finais

O objetivo do estudo foi verificar a influência da independência do conselho no custo de financiamento da dívida de companhias abertas listadas na B3. Em relação ao custo da dívida, os resultados encontrados possibilitaram verificar que o indicador médio do custo da dívida elevou-se de 2012 para 2016. Os resultados foram comprados com as pesquisas nacionais similares dos autores Caroprezo (2011), Barros, Silva e Voese (2015) e Fonseca e Silveira (2016), que também investigaram o custo da dívida em companhias abertas brasileiras e foi identificado, na pesquisa atual, um maior custo da dívida. Os indicadores mais elevados podem ser reflexo da crise financeira que ocorreu a partir de 2010.

Quanto a independência do conselho, inicialmente os resultados apontaram que o percentual médio de membros independentes não ultrapassava 25% no período analisado, indicando uma baixa capacidade dos conselhos para monitorarem os gestores. Os percentuais desta pesquisa são inferiores aos resultados evidenciados em pesquisas anteriores de outros países como de Anderson, Mansi e Reeb (2004), Ashbaugh-Skaife, Collins e LaFond (2006), Bradley e Chen (2011), Chen (2012), Fields, Fraser e Subrahmanyam (2012), Aman e Nguyen (2013) e Bradley e Chen (2015) que investigaram companhias americanas e japonesas e encontraram percentuais médios de independência superiores a 50%.

Os resultados demonstraram também que o percentual médio de empresas que possuíam o conselho constituído pela maioria de membros independentes não ultrapassou de 17%. Os resultados, outra vez, apresentam-se inferiores aos identificados em estudos anteriores como o de Rajpal (2012) em que 50% das empresas indianas da amostra possuíam o conselho constituído pela maioria de membros independentes e como os de Chen (2012) e de Bradley e Chen (2015) em que mais de 50% das empresas americanas possuíam o conselho constituído pela maioria de membros independentes. Assim como constatou-se em relação a proporção de membros independentes, havia um grande número de empresas susceptíveis a uma baixa capacidade de monitoramento dos conselhos.

No que se refere aos cargos de diretor presidente e presidente do conselho, constatou-se redução na dualidade dos cargos no período de 2012 a 2015. Considera-se, portanto, um ponto positivo, pois a separação de cargo garante que o CEO não possui poder demasiado sobre o conselho. Todavia, os percentuais foram superiores aos encontrados por Benkel, Mather e Ramsay (2006), que identificou que apenas 6% das empresas australianas investigadas possuíam dualidade das funções e de Rajpal (2012) que identificou em empresas indianas, apenas 7%. No entanto, são inferiores ao percentual correspondente a 24% encontrado por Peasnell et al. (2005), a 20% encontrado por Epps e Ismail (2009) em uma mostra de empresas americanas e ao percentual de 52% encontrado por Chen (2012).

Por fim, os resultados demonstraram que a variável que captava a existência de dualidade nos cargos de CEO e de presidente do conselho, assim como a variável que identificava se a maioria dos membros eram independentes, não se revelaram estatisticamente significantes. Ressalta-se que o Brasil ainda possui um mercado de ações em desenvolvimento em que maioria das companhias possuem propriedade altamente concentrada e, inclusive, muitas companhias apresentam sistemas de governança deficientes. Diferente do que em mercados mais desenvolvidos, como nos Estados Unidos, por exemplo.

Então, a pressão exercida pelo acionista controlador e pelos outros conselheiros internos pode reduzir o impacto positivo dos conselheiros independentes, ou seja, podendo limitar a função de monitoramento. Outra justificativa para a falta de significância fundamenta-se nos argumentos de autores como Bradley e Chen (2011) e Tanaka (2014) de que os conselheiros independentes podem ser prejudicados pela dificuldade de acesso à informação. Nesse caso, os credores, cientes de tal cenário e dos riscos envolvidos, aumentam o custo da dívida. Essa pode ser uma justificativa para a falta de significância destas duas variáveis.

No entanto, a variável que captava a proporção de membros independentes no conselho apresentou-se estatisticamente significante, em consonância com os resultados de Anderson, Mansi e Reeb (2004), Ashbaugh-Skaife, Collins e LaFond (2006), Fields, Fraser e Subrahmanyam (2012), Bradley e Chen (2015) e Ghouma, Bem-Nasr e Yan (2018). Estes autores argumentam que quanto maior é a participação de membros independentes no conselho maior será o monitoramento e acompanhamento da gestão e, por isso, restringirão atividades de auto-interesse. Além disso, os conselheiros independentes podem supervisionar de forma mais efetiva o processo contábil e evitar fraudes nas demonstrações financeiras. Assim, os credores da dívida tendem a valorizar empresas que possuem maiores percentuais

de membros independentes no conselho ao determinar as condições dos financiamentos. Diante dos resultados apresentados, conclui-se que o percentual de membros independentes no conselho influencia para uma redução no custo da dívida.

A pesquisa contribui para fortalecer o entendimento da temática no cenário brasileiro e amplia a discussão existente na literatura ao abordar um fator influenciador do custo de financiamento da dívida (independência do conselho) ainda pouco explorado no Brasil. Incrementa ainda a literatura da área com evidências empíricas relativas ao cenário brasileiro, ainda carente de pesquisas dessa natureza. Então, o tema, em razão da relativa importância e da crescente discussão no meio acadêmico, merece destaque, em razão da necessidade de se fortalecer o entendimento das análises e conclusões.

Referências

- AL-NAJJAR, Bl. Corporate governance and CEO pay: evidence from UK travel and leisure listed firms. **Tourism Management**, v. 60, p. 9-14, 2017.
- AMAN, H.; NGUYEN, P. Does good governance matter to debtholders? Evidence from the credit ratings of Japanese firms. **Research in International Business and Finance**, v.29, p 14-34, 2013.
- AMORE, M. D.; BENNEDSEN, M. Corporate governance and green innovation. **Journal of Environmental Economics and Management**, v. 75, p. 54-72, 2016.
- ANDERSON, R. C.; MANSI, S. A.; REEB, D. M. Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. **J. of Accounting and Economics**, v.37, n.3, p. 315-342, 2004.
- ANNUAR, H. A.; SALIHU, I. A.; OBID, S. N. S. Corporate ownership, governance and tax avoidance: An interactive effects. **Procedia-Social and Behavioral Sciences**, v. 164, p. 150-160, 2014.
- ARMSTRONG, C. S.; BLOUIN, J. L.; JAGOLINZER, A. D.; LARCKER, D. F. Corporate governance, incentives, and tax avoidance. **Journal of Accounting and Economics**, v. 60, n. 1, p. 1-17, 2015.
- ASHBAUGH-SKAIFE, H. A.; COLLINS, D. W.; R. LAFOND. Os efeitos da governança corporativa nas classificações de crédito das empresas. **Revista de Contabilidade e Economia**, v. 42, n. 1-2, p. 203-243, 2006.
- BARROS, C. M. E.; SILVA, P. Y. C.; VOESE, S. B. Relação entre o Custo da Dívida de Financiamentos e Governança Corporativa no Brasil. **CGG**, v. 18, n. 2, 2015.
- BHOJRAJ, S.; SENGUPTA, P. Effect of corporate governance on bond ratings and yields: The role of institutional investors and outside directors. **The Journal of Business**, v. 76, n. 3, p. 455-475, 2003.
- BRADLEY, M.; CHEN, D. Does board independence reduce the cost of debt. **Financial Management**, v. 44, n. 1, p. 15-47, 2015.
- CAROPREZO, B. **O impacto das melhores práticas de governança corporativa no custo da dívida das empresas brasileiras**. 2011. 22 f. Tese (doutorado). Fundação Getulio Vargas. Rio de Janeiro, 2011.
- CHEN, D. Classified boards, the cost of debt, and firm performance. **Journal of Banking & Finance**, v. 36, n. 12, p. 3346-3365, 2012.
- DAI, L. FU, R; KANG, J.; LEE, I. Corporate governance and the profitability of insider trading. **Journal of Corporate Finance**, v. 40, p. 235-253, 2016.
- DETTAMRONG, U.; CHANCHARAT, N.; VITHESSONTHI, C. Corporate governance, capital structure and firm performance: evidence from Thailand. **Research in International Business and Finance**, v. 42, p. 689-709, 2017.
- DIMICK, M.; RAO, N. Wage-setting institutions and corporate governance. **Journal of Comparative Economics**, v. 44, n. 4, p. 854-883, 2016.

- FIELDS, L. P.; FRASER, D. R.; SUBRAHMANYAM, A. Board quality and the cost of debt capital: The case of bank loans. **J. of Banking & Finance**, v.36, n.5, p.1536-1547, 2012.
- FONSECA, C. V. C.; SILVEIRA, R. L. F. Governança corporativa e custo de capital de terceiros: evidências entre empresas brasileiras de capital aberto. **REAd-Revista Eletrônica de Administração**, Porto Alegre, v. 22, n. 1, p. 106-133, 2016.
- FUZI, S. F. S.; HALIM, S. A. A.; JULIZAERMA, M. K. Board independence and firm performance. **Procedia Economics and Finance**, v 37, p.460-465. 2016.
- GHOUMA, H.; BEN-NASR, H.; YAN, R. Corporate governance and cost of debt financing: empirical evidence from Canada. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 67, p. 138-148, 2018.
- LIU, X.; ZHANG, C. Corporate governance, social responsibility information disclosure, and enterprise value in China. **Journal of Cleaner Production**, v. 142, p. 1075-1084, 2017.
- LUTHAN, E.; SATRIA, I.; ILMANIR. The Effect of good corporate governance mechanism to earnings management before and after IFRS convergence. **Procedia-Social and Behavioral Sciences**, v. 219, p. 465-471, 2016.
- MOURA, G. D.; BEUREN, I. M. Conselho de administração das empresas de governança corporativa listadas na BM&FBovespa: análise à luz da entropia da informação da atuação independente. **Revista de Ciências da Administração**, v. 13, n. 29, 2011.
- MULYADI, M. S.; ANWAR, Y. Corporate governance, earnings management and tax management. **Procedia-Social and Behavioral Sciences**, v. 177, p. 363-366, 2015.
- MUNIANDY, B., HILLIER, J. Board independence, investment opportunity set and performance of South African firms. **Pacific-Basin Finance Journal**, v .35, p.108-124.2015.
- NADARAJAH, S. ALI, S.; LIU, B.; HUANG, A. Stock liquidity, corporate governance and leverage: new panel evidence. **Pacific-Basin Finance Journal**, 2016.
- PEASNELL, Ken V.; POPE, Peter F.; YOUNG, Steven. Board monitoring and earnings management: Do outside directors influence abnormal accruals?. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 32, n. 7-8, p. 1311-1346, 2005.
- PIOT, C.; MISSONIER-PIERA, F. **Corporate governance reform and the cost of debt financing of listed french companies**. p. 1-43, 2009.
- PROMMIN, P.; JUMREORNVONG, S.; JIRAPORN, P.; TONG, S. Liquidity, ownership concentration, corporate governance, and firm value: Evidence from Thailand. **Global Finance Journal**, v. 31, p. 73-87, 2016.
- RAJPAL, H. Independent Directors and Earnings Management: Evidence from India. **International Journal of Accounting and Financial Management Research**, v. 2, n. 4, p. 2249-6882, 2012.
- RIWAYATI, H.; MARKONAH; SILADJAJA, M. Implementation of corporate governance influence to earnings management. **Procedia-Social and Behavioral Sciences**, v. 219, p. 632-638, 2016.
- SALIM, R.; ARJOMANDI, A., SEUFERT, J. H. Does corporate governance affect Australian banks' performance? **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**, v 43, p. 113-125, 2016.
- SHAILER, Greg; WANG, Kun. Government ownership and the cost of debt for Chinese listed corporations. **Emerging Markets Review**, v. 22, p. 1-17, 2015.
- TANAKA, T. Corporate governance and the cost of public debt financing: Evidence from Japan. **Journal of the Japanese and International Economies**, v. 34, p. 315-335, 2014.
- TEKER, S.; YÜKSEL, A. H. Stock price reaction for scoring on corporate governance. **Procedia-Social and Behavioral Sciences**, v. 150, p. 985-992, 2014.
- VIEIRA, K. M. VELASQUEZ, M. D. P.; LOSEKANN, V.L.; CERETTA, P.S.A influência da governança corporativa no desempenho e na estrutura de apital das empresas listadas na Bovespa. **Revista Universo Contábil**. Blumenau, v. 7, 2011.