



Independência do Conselho de Administração Reduz o Custo de Financiamento da Dívida?

RESUMO

Objetivo: Verificar a influência da independência do conselho de administração no custo de financiamento da dívida de companhias abertas listadas na B3.

Método: O custo da dívida foi analisado pela razão entre as despesas financeiras e o passivo oneroso. Para independência do conselho, foram utilizadas três variáveis: 1) percentual de membros independentes; 2) *dummy* que recebeu valor 1 quando a maioria dos membros do conselho era independente; e 3) *dummy* que captou a existência de dualidade no cargo de CEO e de presidente do conselho.

Originalidade/relevância: Na literatura, os resultados de estudos anteriores ainda são divergentes. Assim, esse assunto ainda apresenta lacunas que requerem investigações. Além disso, as investigações ocorreram, principalmente, em empresas norte-americanas, logo o assunto merece atenção em países como o Brasil.

Resultados: O custo médio da dívida elevou-se de 2012 para 2016. O percentual médio de membros independentes não ultrapassou 25%, em menos de 17% das empresas, os membros independentes eram a maioria, e houve redução do número de empresas com dualidade nos cargos de CEO e de presidente do conselho. Constatou-se, também, que somente o percentual de membros independentes influenciava na redução do custo da dívida. Acredita-se que a pressão exercida pelo acionista controlador e por outros conselheiros internos pode estar reduzindo o impacto positivo dos conselheiros independentes.

Contribuições teóricas/metodológicas: 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 da dívida ainda pouco explorado no Brasil.

Palavras-chave: Independência do Conselho de Administração. Custo da Dívida. Capital de Terceiros. Endividamento.

Geovanne Dias de Moura

Universidade Comunitária da Região de
Chapecó – UNOCHAPECÓ, SC, Brasil
geomoura@terra.com.br

Ângela Paula Muchinski Bonetti

Universidade Comunitária da Região de
Chapecó – UNOCHAPECÓ, SC, Brasil
angelabonetti@unochapeco.edu.br

Sady Mazzioni

Universidade Comunitária da Região de
Chapecó – UNOCHAPECÓ, SC, Brasil
sady@unochapeco.edu.br

Silvio Aparecido Teixeira

Universidade Estadual de Londrina (UEL), PR,
Brasil
silvio@fortcon.com.br

Cristian Baú Dal Magro

Universidade Comunitária da Região de
Chapecó – UNOCHAPECÓ, SC, Brasil
crisbau@unochapeco.edu.br

Recebido: Outubro 25, 2018

Revisado: Abril 21, 2019

Aceito: Novembro 27, 2019

Publicado: Abril 30, 2020



How to Cite (APA)

Moura, G. D., Bonetti, Â. P. M., Mazzioni, S., Teixeira, S. A., & Magro, C. B. D. (2020). Independência do Conselho de Administração Reduz o Custo de Financiamento da Dívida?. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 23 (1), 1-18. http://dx.doi.org/10.21714/1984-3925_2020v23n1a1

1 INTRODUÇÃO

A governança corporativa preza pelos princípios de 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, Velasquez, Losekann, & Ceretta, 2011). O conselho de administração auxilia na tomada de decisão e desempenha papel importante na mitigação de falhas gerenciais e na supervisão efetiva das operações da empresa (Chancharat, Krishnamurti, & Tian, 2012).

Então, o conselho é um dos mais importantes mecanismos de governança. Todavia, para que sua atuação ocorra de forma efetiva, a independência desse órgão em relação ao controlador e à 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 suscetíveis aos problemas de autointeresse e menos sujeitos à 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).

A governança corporativa e, mais especificamente, a independência do conselho de administração são assuntos importantes. Por isso, diversos pesquisadores têm procurado relacioná-los com o desempenho (Dai, Fu, Kang, & Lee, 2016; Detthamronga *et al.*, 2017), o gerenciamento de resultado (Luthan, Satria, & Imainir, 2016; Riwayati, Markonah, & Siladjaja, 2016), o planejamento tributário (Armstrong, Blouin, Jagolinzer, & Larcker, 2015; Mulyadi & Anwar, 2015), a remuneração dos executivos (Dimick & Rao, 2016; Al-Najjar, 2017), a responsabilidade socioambiental (Liu & Zhang, 2017; Wang & Sarkis, 2017), o valor das ações (Nadarajah, Ali, Liu, & Huang, 2018; Prommin, Jumreornvong, Jiraporn, & Tong, 2016) e, também, o custo de financiamento da dívida.

Entre os estudos internacionais que investigaram a influência da independência do conselho de administração no custo 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 *et al.* (2012), Aman e Nguyen (2013), Tanaka (2014), Bradley e Chen (2015) e Ghouma, Ben-Nasr e Yan (2018). Destaque-se que a maioria desses autores pesquisou, principalmente, empresas norte-americanas. Portanto esse assunto merece atenção em outros países, como no o Brasil.

No Brasil, alguns estudos relacionaram governança com custo da dívida: Caroprezo (2011) utilizou o índice de Carvalhal da Silva e Leal (2005), os níveis diferenciados de governança da BM&FBovespa (atual B3) e a listagem de ADRs nos Estados Unidos da América; Barros, Silva e Voese (2015) mensuraram a governança por meio do índice de Carvalhal da Silva e Leal (2005) e dos níveis diferenciados de governança; Fonseca e Silveira (2016) relacionaram o fato de as empresas estarem listadas em níveis diferenciados de governança com o custo da dívida.

De modo geral, as pesquisas nacionais buscam investigar outras variáveis de governança, mas não foram identificadas pesquisas que analisaram, especificamente, a influência da independência do conselho de administração no custo da dívida. Ademais, os resultados das pesquisas internacionais apresentam divergências, já que, enquanto alguns pesquisadores constataram que havia influência da independência do conselho de administração no custo da dívida, como 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), outros verificaram que a independência do conselho não

influenciava no custo da dívida, tais como Bradley e Chen (2011), Chen (2012), Aman e Nguyen (2013) e Tanaka (2014).

Sob esse enfoque, existe uma lacuna na literatura nacional quanto ao tema, o que comprova a relevância da investigação dessa questão. 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? Com isso, 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 fonte importante que têm as empresas, principalmente de países emergentes, para obter recursos, pois nesses países o mercado acionário tende a ser pouco desenvolvido (Shailer & Wang, 2015; Lanzarin, 2018), o que indica a importância de se analisar as questões que envolvem o custo da dívida, para controle e redução dos riscos dos fornecedores de capital e, assim, para aumentar a capacidade de investimentos. Portanto a pesquisa torna-se relevante ao fornecer novas evidências do cenário brasileiro, ainda carente de pesquisas acerca do tema.

2 INDEPENDÊNCIA DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E CUSTO DE FINANCIAMENTO DA DÍVIDA

Boas práticas de governança podem restringir 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). No tocante às práticas de governança, o mecanismo de controle interno central para monitorar os gestores é o conselho de administração, cuja atuação dependerá do seu nível de independência, que está associado a maior ou menor influência dos acionistas controladores (Moura & Beuren, 2011; Bradley & Chen, 2015).

Quanto menor é a influência dos acionistas controladores sobre os membros do conselho, menores serão as chances de os conselheiros agirem somente em benefício dos controladores (Anderson *et al.*, 2004; Aman & Nguyen, 2013; Tanaka, 2014). Assim, as empresas que possuem maior proporção de membros independentes no conselho também tendem a dispor de melhor acompanhamento das ações da gestão.

Desse modo, os detentores de títulos enfrentarão menores riscos em relação à administração da empresa, o que poderá levar à redução do custo da dívida (Bhojraj & Sengupta, 2003). A esse respeito, Anderson *et al.* (2004), Fields *et al.* (2012), Tanaka (2014) e Ghouma *et al.* (2018) destacaram que conselheiros independentes executam um melhor acompanhamento da gestão e, por isso, restringem atividades de autointeresse.

Outra importante responsabilidade dos conselhos, de acordo com Anderson *et al.* (2004), Chen (2012) e Bradley e Chen (2015), sob a perspectiva dos credores, é supervisionar e garantir a qualidade das demonstrações contábeis. Considerando-se 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 *et al.* (2004), do ponto de vista do credor, um dos fatores mais importantes que pode influenciar a maior integridade e qualidade das informações contábeis é a independência do conselho, de modo que o custo da dívida pode ser sensível à independência desse órgão. Todavia, o poder de monitoramento do conselho, conforme alertam Ashbaugh-Skaife *et al.* (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 ocupa ambos os cargos, determinados assuntos podem ficar de fora das pautas de reuniões.

Nesse sentido, Ashbaugh-Skaife *et al.* (2006) mencionam que, pelo fato de o 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 *et al.* (2018), o poder do diretor-presidente no conselho de administração amplia-se 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, fato que limita a independência, esteja associada a maior custo de financiamento da dívida (Anderson *et al.*, 2004; Bradley & Chen, 2015).

Na literatura, os resultados acerca da influência da independência do conselho no custo da dívida das empresas ainda são divergentes, o que pode ser verificado de forma mais detalhada em estudos anteriores, que serão descritos na próxima seção, porém a maioria dos estudos apresentou relação negativa. Logo, foi formulada a seguinte hipótese da pesquisa:

H₁: Há uma relação negativa entre a independência do conselho de administração e o custo de financiamento da dívida.

Assim, espera-se que as empresas que possuam conselhos de administração mais independentes apresentem menor custo de financiamento da dívida, assim como nos estudos 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).

3 ESTUDOS ANTERIORES SOBRE INDEPENDÊNCIA DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E 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), na 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 de A1 a B5 da área de Administração Pública e de Empresas, Ciências Contábeis e Turismo. Para identificar os artigos, foram realizadas combinações com 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.

Ressalte-se 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. Entretanto, estudos que abordaram outras questões de governança, sem envolver a independência do conselho, não foram descritos, haja vista que não estariam diretamente relacionados ao objetivo principal desta pesquisa.

Inicia-se pela pesquisa de Anderson *et al.* (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 norte-americanas, que possuíam dados disponíveis no

período de 1993 a 1998. Os resultados evidenciaram que as empresas com conselhos 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 *et al.* (2006) analisaram se as empresas que possuíam forte governança beneficiavam-se de classificações de crédito mais altas e custo da dívida mais baixo. A amostra foi de 894 companhias abertas norte-americanas, que possuíam dados para o ano 2002. Os resultados demonstraram que a independência, o conhecimento financeiro e a participação acionária dos membros do conselho associavam-se negativamente com o custo da dívida, com conclusão de que empresas com governança fraca possuíam menor probabilidade de receber uma classificação de crédito de grau de investimento.

Piot e Missonier-Piera (2009) investigaram os efeitos 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 a relação negativa do custo da dívida com a independência do conselho, a existência de um comitê de remuneração composto por administradores não executivos, com a presença de acionistas institucionais.

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

Chen (2012) examinou, em 388 companhias abertas norte-americanas que possuíam dados disponíveis no período de 2002 a 2007, o efeito de características do conselho sobre o custo da dívida, e 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 influenciavam o menor custo da dívida.

Fields *et al.* (2012) investigaram a relação da qualidade do conselho com o custo da dívida em 1054 companhias abertas norte-americanas que possuíam dados de 2002 a 2005. Os resultados demonstraram que o custo dos empréstimos, incluídas as restrições contratuais, eram menores em empresas com conselhos de administração maiores e mais independentes.

Tanaka (2014) explorou a relação entre mecanismos de governança corporativa e o custo da dívida, em uma amostra de 196 companhias abertas japonesas, no período de 2005 a 2008. A análise revelou que o efeito da governança sobre o custo dependia das características dos sistemas de governança corporativa, ou seja, as empresas com grandes acionistas corporativos apresentavam custos da dívida mais baixos, o que indicava 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, ao analisar 1.610 companhias norte-americanas no período de 2002 a 2006, e 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 *et al.* (2018) investigaram a relação entre governança 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 geral de governança do "Globe and Mail" apresentou coeficiente negativo e significativo, denotando que a governança corporativa influenciava no custo da dívida. A composição e a independência do conselho apresentaram maior peso no índice final.

Depreende-se, a partir dos artigos apresentados, que os resultados ainda são divergentes, pois alguns autores identificaram relação entre independência do conselho e custo da dívida, ao passo que outros não encontraram qualquer relação. Assim, este tema

ainda apresenta lacunas que requerem investigações. Nota-se, ainda, que as investigações ocorreram, principalmente, em empresas norte-americanas, logo o tema merece atenção em outros países, como é o caso do Brasil.

4 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Para atender ao objetivo proposto, realizou-se pesquisa descritiva, documental e quantitativa. Em razão das peculiaridades do setor, em cada ano, foram excluídas as companhias que exerciam atividades financeiras, como também aquelas que não possuíam informações para o cálculo de todas as variáveis utilizadas na pesquisa. Desse 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 *et al.* (2012), Bradley e Chen (2015), Barros *et al.* (2015) e Fonseca e Silveira (2016), foi calculada, 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 por empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo, incluindo as debêntures emitidas. Os dados foram coletados no banco de dados Economática® e referem-se ao período de 2012 a 2016.

Para investigar a independência do conselho de administração das empresas, similar aos estudos de Anderson *et al.* (2004), Ashbaugh-Skaife *et al.* (2006), Fields *et al.* (2012), Bradley e Chen (2015) e Ghouma *et al.* (2018), foram utilizadas três variáveis: a) percentual de membros independentes no conselho (PercIndep_CA), b) *dummy* que recebeu valor 1 quando a maioria (50% + 1) dos membros do conselho era independente (MaiorMembrCA_Indep), e c) *dummy* que captava a existência de dualidade no cargo de presidente do conselho 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.

Realizou-se análise descritiva da variável de custo da dívida e das variáveis de independência do conselho. Em seguida, foi utilizada a regressão linear múltipla, para analisar a influência da independência do conselho no custo da dívida. Foram observados os pressupostos de normalidade, por meio do teste de Kolmogorov-Smirnov, a multicolinearidade, por meio do fator de inflação de variância (VIF) e Tolerance, e a 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 e as variáveis de controle foram classificadas como independentes (preditoras).

As variáveis de controle utilizadas foram:

a) Tam_Conselho (número total de membros): conselhos maiores podem aumentar o nível de monitoramento sobre a gestão e melhorar o processo financeiro, contribuindo, assim, para a redução do custo da dívida (Anderson *et al.*, 2004; Fields *et al.*, 2012; Aman & Nguyen, 2013).

b) Idade_Cia (anos decorridos desde a data de fundação constante no registro da CVM): empresas que atuam há mais tempo no mercado possuem maior solidez financeira e melhores mecanismos de gestão que auxiliam na obtenção de competitividade. Além disso, normalmente, estabelecem boas relações com os diversos *stakeholders*, inclusive com os

credores da dívida. Assim, empresas mais antigas tendem a ter menores custos da dívida (Chen, 2012; Fields *et al.*, 2012; Tanaka, 2014; Bradley & Chen, 2015).

c) Governança (*dummy* que recebeu valor 1 quando a empresa estava listada em algum nível diferenciado de governança da B3): boas práticas de governança auxiliam na redução de problemas de agência e de assimetria de informação e contribuem para a 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 *et al.*, 2012; Aman & Nguyen, 2013).

d) Endividamento ((Passivo circulante + Passivo não circulante)/Ativo total): 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 *et al.*, 2004; Tanaka, 2014; Bradley & Chen, 2015; Ghouma *et al.*, 2018).

e) Tam_Cia (*log* do ativo total): empresas maiores tendem a se beneficiar por meio de economias de escala e de 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 (Fields *et al.*, 2012; Tanaka, 2014; Ghouma *et al.*, 2018).

f) ROA (Ebitda/Ativo total): empresas mais lucrativas apresentarão menor dificuldade de pagar dívidas e, por isso, tendem a apresentar menor custo de endividamento (Tanaka, 2014; Bradley & Chen, 2015; Ghouma *et al.*, 2018).

g) Crescim (percentual de crescimento dos ativos): as empresas que se encontram em constante crescimento sujeitam-se a maior risco e, portanto, tendem a apresentar maior custo de endividamento (Tanaka, 2014; Bradley & Chen, 2015).

Os dados da variável “Tam_Conselho” foram coletados manualmente nos Formulários de Referência, na Seção 12.5/6, e os da variável “Idade_Cia” foram coletados manualmente nos Formulários de Referência Dados cadastrais - Dados gerais. Os dados das variáveis “endividamento”, “Tam_Cia”, “ROA” e “Crescim” foram coletados no banco de dados Economática®. Os dados sobre “Governança” foram coletados manualmente no sítio eletrônico da B3.

5 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

Esta seção contém a descrição e a análise dos dados. Na Tabela 1, apresentam-se as estatísticas descritivas do custo de financiamento da dívida.

Tabela 1

Estatísticas descritivas do custo de financiamento da dívida no período de 2012 a 2016

Setor econômico da B3	2012 Média	2013 Média	2014 Média	2015 Média	2016 Média	2012 a 2016 Média
Bens industriais	0,36	0,43	0,40	0,55	0,79	0,51
Consumo cíclico	0,33	0,36	0,50	0,45	0,63	0,45
Consumo não cíclico	0,38	0,52	0,47	1,19	0,47	0,60
Materiais básicos	0,27	0,32	0,31	0,61	0,34	0,37
Petróleo, gás e biocomb.	0,55	0,52	0,67	1,26	0,98	0,82
Saúde	0,44	0,63	0,32	0,73	0,78	0,59
Tecnologia da informação	0,22	0,18	0,23	0,50	0,70	0,37
Telecomunicações	0,21	0,22	0,29	0,38	0,35	0,30
Utilidade pública	0,29	0,27	0,35	0,47	0,42	0,36
Média	0,33	0,37	0,41	0,59	0,59	0,46

Conforme se observa, o setor econômico de petróleo, gás e biocombustíveis destacou-se negativamente, pois as empresas desse setor possuíam o maior indicador médio de custo da dívida do período, equivalente a 0,82. Nesse setor, no ano de 2012, primeiro ano da análise, o indicador médio correspondia a 0,55, e se elevou para 0,98 no ano de 2016, último ano da análise. Ressalte-se que esse aumento foi de 78% no período, com maior elevação a partir do ano de 2014. Destacaram-se, também, com indicadores mais elevados, as empresas do setor de consumo não cíclico e do setor de saúde, com indicadores médios de 0,60 e 0,59, respectivamente.

It can also be seen in Table 1 that the telecommunications sector had companies with the lowest debt cost indicators, given that the average indicator for the period was 0.30. In 2012, in this sector, the average indicator corresponded to 0.21, and increased to 0.35 in 2016, that is, there was an increase of 43%. Companies in the sectors of basic materials, information technology and public utility also stood out with lower average indicators in the period.

Na Tabela 2, apresentam-se as estatísticas descritivas do percentual de membros independentes dos conselhos.

Tabela 2

Estatística descritiva do percentual de membros independentes no conselho de administração no período de 2012 a 2016

Setor econômico da B3	2012	2013	2014	2015	2016	2012 a 2016
	Média	Média	Média	Média	Média	Média
Bens industriais	21%	23%	23%	24%	22%	23%
Consumo cíclico	25%	26%	30%	30%	31%	28%
Consumo não cíclico	22%	26%	27%	23%	24%	24%
Materiais básicos	14%	16%	14%	17%	17%	16%
Petróleo, gás e biocomb.	26%	32%	28%	25%	28%	28%
Saúde	20%	21%	19%	21%	25%	21%
Tecnologia da informação	37%	21%	35%	36%	28%	32%
Telecomunicações	6%	6%	8%	8%	4%	6%
Utilidade pública	12%	13%	13%	14%	19%	14%
Média	20%	21%	22%	22%	24%	22%

Observa-se, na Tabela 2, pela média do percentual de cada ano, que a maioria dos membros dos conselhos não era independente, visto que, no período de 2012 a 2016, a média do percentual não ultrapassou 22%. No ano de 2012, a média do percentual correspondia a apenas 20%, e não foram identificados, em nenhuma das empresas, 100% de membros independentes. Verifica-se, ainda, que o percentual médio se elevou para 21% em 2013, para 22% em 2014 e 2015 e para 24% em 2016.

Percebe-se, também, que as empresas do setor econômico de tecnologia da informação possuem conselhos mais independentes, no comparativo com as empresas dos demais setores, pois o percentual médio corresponde a 32%. Nesse setor, no ano de 2012, primeiro ano da análise, o percentual médio de independência era de 37%, que oscilou no período e reduziu-se para 28% em 2016, último ano da análise. Destacaram-se, também, as empresas do setor de consumo cíclico e do setor de petróleo, gás e biocombustíveis, ambas com percentual médio de 28%.

De modo contrário, negativamente, com conselhos menos independentes, destacaram-se as empresas do setor de telecomunicações, no qual o percentual médio de independência no período era de apenas 6%, sendo que o percentual de 6%, em 2012, reduziu-se para 4%, em 2016. As empresas dos setores de utilidade pública e de materiais básicos, também, possuíam

conselhos menos independentes no período investigado, com indicadores médios de 14% e de 16%, respectivamente.

Na Tabela 3, apresentam-se os percentuais de empresas da amostra em que os membros independentes eram a maioria nos conselhos.

Tabela 3

Estatística descritiva do percentual de empresas em que os membros independentes eram a maioria no conselho de administração no período de 2012 a 2016

Setor econômico da B3	2012 Média	2013 Média	2014 Média	2015 Média	2016 Média	2012 a 2016 Média
Bens industriais	13%	15%	17%	23%	11%	16%
Consumo cíclico	20%	22%	20%	24%	25%	22%
Consumo não cíclico	6%	27%	19%	13%	21%	17%
Materiais básicos	0%	0%	0%	8%	8%	3%
Petróleo, gás e biocomb.	20%	38%	25%	25%	25%	27%
Saúde	0%	0%	10%	10%	18%	8%
Tecnologia da informação	50%	20%	29%	29%	17%	29%
Telecomunicações	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Utilidade pública	4%	4%	4%	10%	7%	6%
Média	11%	14%	13%	17%	15%	14%

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 ano de 2012, apenas 11% das empresas possuíam o conselho constituído pela maioria de membros independentes, o que se elevou para 14% em 2013, com redução para 13% em 2014, elevação para 17% em 2015 e nova redução para 15% em 2016.

Observa-se, ainda, que o setor econômico de tecnologia da informação novamente se destacou positivamente, apresentando o maior percentual médio de empresas em que os membros independentes eram a maioria nos conselhos (29%), mas com a ressalva de que o percentual de empresas se reduziu, consideravelmente, ao longo do período. O setor de petróleo, gás e biocombustíveis e o setor de consumo cíclico também se destacaram positivamente.

Negativamente, destacou-se o setor de telecomunicações, onde, em nenhuma das empresas, os membros independentes eram a maioria. Verificou-se, ainda, que os setores de materiais básicos e de utilidade pública possuíam, também, baixo percentual médio de empresas no período, com apenas 3% e 6%, respectivamente. No setor de materiais básicos, nos anos de 2012, 2013 e 2014, em nenhuma das empresas, os membros independentes eram a maioria no conselho, mas, em 2015 e 2016, 8% das empresas já possuíam a maioria de membros independentes nos conselhos.

Na Tabela 4, são mostrados os percentuais de empresas em que o diretor-presidente (CEO) também era o presidente do conselho de administração.

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. O setor de saúde e o setor econômico de petróleo, gás e biocombustíveis destacaram-se positivamente, pois só em dois anos dos cinco analisados, para cada uma delas, foram identificadas empresas em que o CEO também era o presidente do conselho, ou seja, no primeiro setor, nos anos de 2012 e 2014, e, no outro setor, apenas nos anos de 2013 e 2014.

Ao considerar o percentual médio do período, o setor de saúde apresentava um percentual de apenas 4%, ao passo que o setor de petróleo, gás e biocombustíveis possuía um

percentual médio de 5%. Nos anos de 2015 e 2016, nos dois setores, nenhuma das empresas apresentava dualidade nos cargos. O setor de utilidade pública destacou-se, também, positivamente, pois o percentual médio corresponde a 9%, com redução gradativa nos percentuais de 2012 a 2016.

Tabela 4

Percentual de empresas da amostra em que o CEO também era o presidente do conselho de administração no período de 2012 a 2016

Setor econômico da B3	2012 Média	2013 Média	2014 Média	2015 Média	2016 Média	2012 a 2016 Média
Bens industriais	13%	10%	14%	15%	18%	14%
Consumo cíclico	30%	18%	16%	15%	16%	19%
Consumo não cíclico	25%	20%	13%	7%	7%	14%
Materiais básicos	18%	13%	12%	8%	8%	12%
Petróleo, gás e biocomb.	0%	13%	13%	0%	0%	5%
Saúde	10%	0%	10%	0%	0%	4%
Tecnologia da informação	0%	0%	14%	29%	33%	16%
Telecomunicações	25%	25%	25%	0%	20%	19%
Utilidade pública	11%	10%	8%	8%	7%	9%
Média	18%	13%	13%	11%	12%	14%

Percebe-se, ainda, na Tabela 4, que os setores econômicos de consumo cíclico e de telecomunicações se destacaram negativamente. Nesses dois setores, em média, em 19% das empresas o CEO também era o presidente do conselho. Todavia, houve redução no percentual ao longo do período, em ambos os setores. No setor de consumo cíclico, o percentual de 30%, em 2012, reduziu-se para 16%, em 2016. No setor de telecomunicações, o percentual reduziu-se de 25% para 20%, no mesmo período. Nota-se que o setor de tecnologia da informação também apresentou um percentual médio mais elevado no período, equivalente a 16%.

Na Tabela 5, são apresentados os coeficientes das regressões que permitem verificar a influência da independência do conselho no custo da dívida.

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

Os testes F-ANOVA foram significantes (0,01), o que indica que os modelos explicam a variável dependente. As 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. Os fatores de inflação de variância (VIF e Tolerance) evidenciam que não há problema de multicolinearidade entre as variáveis independentes.

Nota-se, ademais, que a variável “PercIndep_CA”, que capta o percentual de membros independentes em relação ao total de membros do conselho, e a variável “MaiorMembrCA_Indep”, que verifica se a maioria dos membros do conselho era independente, apresentaram coeficientes negativos, seja quando analisadas de forma individual, nos modelos 1 e 2, seja quando analisadas de forma conjunta, no modelo 4. No entanto, os coeficientes são estatisticamente significantes apenas para a variável PercIndep_CA. Em razão da falta de significância da variável MaiorMembrCA_Indep, os

coeficientes negativos dão apenas indícios de influência dessa variável para um menor custo da dívida.

Tabela 5
Coefficientes das regressões da influência da independência do conselho no custo da dívida do período de 2012 a 2016

Variáveis independentes	Variável dependente: Custo_Div			
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
(Constante)	1,30***	1,28***	1,28***	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	<5	<5	<5	<5
Durbin Watson	1,94	1,93	1,92	1,92

Nota: *** significativo a 1%; ** significativo a 5%; * significativo a 10%.

Observa-se, na Tabela 5, que os R² ajustados foram de 13% e 14%, similares aos registrados em outras pesquisas, tais como as de Bradley e Chen (2011), que apresentaram regressões com R² de 11%, 13% e 15%, Aman e Nguyen (2013), que possuíam R² de 12% e 13%, e Bradley e Chen (2015), com R² entre 10% e 13%. Assim, o percentual explicado pelas variáveis independentes pode ser considerado aceitável.

Os testes F-ANOVA foram significantes (0,01), o que indica que os modelos explicam a variável dependente. As 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. Os fatores de inflação de variância (VIF e Tolerance) evidenciam que não há problema de multicolinearidade entre as variáveis independentes.

Nota-se, ademais, que a variável “PercIndep_CA”, que capta o percentual de membros independentes em relação ao total de membros do conselho, e a variável “MaiorMembrCA_Indep”, que verifica se a maioria dos membros do conselho era independente, apresentaram coeficientes negativos, seja quando analisadas de forma individual, nos modelos 1 e 2, seja quando analisadas de forma conjunta, no modelo 4. No entanto, os coeficientes são estatisticamente significantes apenas para a variável PercIndep_CA. Em razão da falta de significância da variável MaiorMembrCA_Indep, os coeficientes negativos dão apenas indícios de influência dessa variável para um menor custo da dívida.

Verifica-se, 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, tanto quando analisada de forma individual, no modelo 3, como quando analisada de forma conjunta, com as demais variáveis. Todavia, os coeficientes

não são estatisticamente significantes, de modo que não é possível afirmar que a dualidade influencia um maior custo da dívida.

Entre as variáveis de controle, cinco apresentaram coeficientes estatisticamente significantes: “Tam_Conselho”, “Governança”, “Tam_Cia”, “ROA” e “Crescim”. Apenas a variável “Crescim” apresentou coeficiente positivo. De modo contrário, as variáveis “Idade_Cia” e “Endividamento” não apresentaram coeficientes estatisticamente significantes.

6 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Em relação ao custo de financiamento da dívida, cujo indicador médio foi de 0,46 no período, ao compará-lo com o 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 o de Barros *et al.* (2015), que analisaram 83 companhias abertas no período de 2008 a 2010 e identificaram um indicador médio de 0,26, e com o 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, evidenciando um maior custo da dívida.

As diferenças podem estar relacionadas aos critérios de formação da amostra. No entanto, a elevação dos indicadores, também, pode ser reflexo da crise financeira que ocorreu a partir de 2010, pois, conforme ressalta a Associação Brasileira de Bancos (ABBC, 2016), a partir desse ano, o país vem passando por grandes períodos de crise financeira e, ainda, houve desvalorização do dólar e o 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) informa, também, 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, a monitorar as carteiras correntes e a exigir juros mais elevados. Essa pode ser uma justificativa para a elevação do custo da dívida identificado nesta pesquisa.

Especificamente no caso do setor econômico de petróleo, gás e biocombustíveis, que se destacou negativamente com os maiores indicadores médios de custo da dívida, principalmente a partir do ano de 2014, o período em questão coincide com o início da operação “Lava Jato”, realizada pela Polícia Federal do Brasil, que investiga crimes de corrupção, em que estão envolvidos membros administrativos da Petrobras, que é uma das empresas mais representativas do setor, fato que pode ter influenciado o aumento do custo da dívida.

No caso do setor de consumo não cíclico, que apresentou o segundo maior indicador médio, inclusive com índice de 1,19% em 2015, destaque-se que o aumento pode ter sido influenciado, principalmente, pelas empresas do subsetor de alimentos e bebidas, que, segundo a Inteligência em Ações da Bolsa (SABE, 2016), no período de 2014 a 2015, apresentaram um aumento de 49% no endividamento líquido.

Quanto aos percentuais de membros independentes nos conselhos, verificou-se que são inferiores aos identificados em pesquisas anteriores de outros países, como as de Anderson *et al.* (2004), que investigaram companhias norte-americanas e encontraram um percentual médio de 57%, de Ashbaugh-Skaife *et al.* (2006), que analisaram 894 companhias abertas norte-americanas no ano de 2002 e constataram um percentual médio de 70%, de Bradley e Chen (2011), que analisaram 430 companhias norte-americanas no período de 2002 a 2007 e constataram um percentual médio de 68%, de Chen (2012), que verificou 388 companhias norte-americanas no período de 2002 a 2007 e constatou um percentual médio de

73%, de Fields *et al.* (2012), que investigaram 1.054 companhias norte-americanas no período de 2002 a 2005 e identificaram um percentual médio de 72,62%, e de Bradley e Chen (2015), que investigaram 1.610 companhias norte-americanas de 2002 a 2006 e encontraram um percentual médio de independência de aproximadamente 70%.

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

No que tange aos totais de empresas em que a maioria dos conselheiros é independente, novamente os percentuais médios 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 as de Chen (2012) e de Bradley e Chen (2015), segundo as quais mais de 50% das empresas norte-americanas possuíam conselhos constituídos pela maioria de membros independentes. Tais diferenças nos resultados podem ser decorrentes das características da governança dos países.

De modo geral, os percentuais de empresas em que os membros independentes eram a maioria e os percentuais de membros independentes no conselho evidenciaram grande número de empresas susceptíveis a uma baixa capacidade de monitoramento dos conselhos.

Em relação aos totais de empresas onde havia dualidade no cargo de presidente do conselho de administração e de diretor-presidente, os percentuais são superiores aos encontrados por Benkel *et al.* (2006), ao constatar que apenas 6% das empresas australianas investigadas possuíam dualidade das funções, e por 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 por Chen (2012), respectivamente, em amostras de empresas norte-americanas.

A não separação das funções, segundo Bradley e Chen (2015) e Ghouma *et al.* (2018), resulta em concentração de poder, reduz a independência do conselho e pode contribuir para o aumento do custo de financiamento da dívida. Então, de modo geral, os resultados indicam melhora, em relação a essa característica, no período investigado.

Por fim, na análise multivariada, constatou-se que a variável “PercIndep_CA”, que capta o percentual de membros independentes em relação ao total de membros do conselho, revelou-se estatisticamente significativa. Esse resultado está em consonância com os de Anderson *et al.* (2004), Ashbaugh-Skaife *et al.* (2006), Fields *et al.* (2012), Bradley e Chen (2015) e Ghouma *et al.* (2018), e alinhado aos argumentos de que conselhos mais independentes fornecem uma supervisão superior do processo financeiro e, por isso, os credores da dívida beneficiam-se diretamente de maior transparência e credibilidade dos relatórios contábeis, resultando em menor custo da dívida.

Porém, em razão da falta de significância da variável “MaiorMembrCA_Indep”, que indicava se a maioria dos membros do conselho eram independentes, e da variável “Dual_CEO&PresCA”, que captava a existência de dualidade no cargo de presidente do conselho e de diretor-presidente, rejeitou-se a hipótese H_1 de que há uma relação negativa entre a independência do conselho de administração e o custo de financiamento da dívida.

Nesse sentido, é possível que pressão exercida pelo acionista controlador e por outros conselheiros internos possa estar reduzindo o impacto positivo dessas duas características dos conselheiros independentes, limitando a função de monitoramento. Outra justificativa, em linha com Bradley e Chen (2011) e Tanaka (2014), é que os conselheiros independentes podem ser prejudicados pela dificuldade de acesso à informação. Consequentemente, os credores, cientes de tal cenário e dos riscos envolvidos, não reduzem o custo da dívida.

Quanto às variáveis de controle, cinco delas apresentaram coeficientes estatisticamente significantes: as variáveis “Tam_Conselho”, “Governança”, “Tam_Cia”, “ROA” e “Crescim”. Somente a variável “Crescim” apresentou coeficiente positivo. 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, o que contribui para a redução do custo da dívida, conforme ressaltaram autores como Anderson *et al.* (2004), Fields *et al.* (2012) e Aman e Nguyen (2013).

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

Quanto ao tamanho da empresa, confirmou-se que, 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, de acordo com Fields *et al.* (2012), Tanaka (2014) e Ghouma *et al.* (2018).

No que se refere ao ROA, os resultados confirmaram, também, que empresas mais lucrativas apresentarão menor dificuldade de pagar dívidas. Assim, tendem a apresentar menor custo da dívida, em consonância com Aman e Nguyen (2013), Bradley e Chen (2015) e Ghouma *et al.* (2018).

No caso do crescimento, confirmou-se, ainda, que as empresas que se encontram em constante crescimento podem estar sujeitas a maior risco e, portanto, tendem a apresentar maior custo de endividamento, de acordo com Tanaka (2014) e Bradley e Chen (2015).

7 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. Nesse sentido, os resultados demonstraram que a variável que capta a existência de dualidade nos cargos de CEO e de presidente do conselho, assim como a variável que identifica se a maioria dos membros era independente, não se revelaram estatisticamente significantes. Ressalta-se que o Brasil ainda possui um mercado de ações em desenvolvimento, em que a maioria das companhias possui propriedade altamente concentrada e, inclusive, muitas apresentam sistemas de governança deficientes, ao contrário do que ocorre em mercados mais desenvolvidos, como nos Estados Unidos da América.

Então, a pressão exercida pelo acionista controlador e pelos outros conselheiros internos pode reduzir o impacto positivo dos conselheiros independentes, ou seja, pode limitar a função de monitoramento. Outra justificativa para a falta de significância fundamenta-se nos argumentos de Bradley e Chen (2011) e Tanaka (2014) de que os conselheiros independentes podem ser prejudicados pela dificuldade de acesso à informação, o que faria com que os credores aumentassem o custo da dívida, por estarem conscientes dos riscos envolvidos. Essa pode ser uma justificativa para a falta de significância dessas duas variáveis.

No entanto, a variável que capta a proporção de membros independentes no conselho apresentou-se estatisticamente significativa, em consonância com os resultados de Anderson *et al.* (2004), Ashbaugh-Skaife *et al.* (2006), Fields *et al.* (2012), Bradley e Chen (2015) e Ghouma *et al.* (2018). Esses autores argumentam que, quanto maior é a participação de membros independentes no conselho, maior será o monitoramento e acompanhamento da gestão e, por isso, haveria restrição de atividades de autointeresse. 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 na redução do 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. Também, incrementa a literatura da área com evidências empíricas relativas ao cenário brasileiro, ainda carente de pesquisas dessa natureza. Por isso, o tema merece destaque, em razão da importância e da crescente discussão no meio acadêmico, assim como da necessidade de se fortalecer o entendimento das análises e conclusões.

REFERÊNCIAS

- Al-Najjar, B. (2017). Corporate governance and CEO pay: Evidence from UK Travel and Leisure listed firms. *Tourism Management*, 60, 9-14. <https://doi.org/10.1016/j.tourman.2016.11.005>.
- Aman, H., & Nguyen, P. (2013). Does good governance matter to debtholders? Evidence from the credit ratings of Japanese firms. *Research in International Business and Finance*, 29, 14-34. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2013.02.002>.
- Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2004). Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. *Journal of accounting and economics*, 37(3), 315-342. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.01.004>.
- Armstrong, C. S., Blouin, J. L., Jagolinzer, A. D., & Larcker, D. F. (2015). Corporate governance, incentives, and tax avoidance. *Journal of Accounting and Economics*, 60(1), 1-17. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2015.02.003>.
- Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D. W., & LaFond, R. (2006). The effects of corporate governance on firms' credit ratings. *Journal of accounting and economics*, 42(1-2), 203-243. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.02.003>.
- Barros, C. M. E., Silva, P. Y. C., & Voese, S. B. (2015). Relação entre o custo da dívida de financiamentos e governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 18(2), 7-26.
- Bhojraj, S., & Sengupta, P. (2003). Effect of corporate governance on bond ratings and yields: The role of institutional investors and outside directors. *The Journal of Business*, 76(3), 455-475. <https://www.jstor.org/stable/10.1086/344114>.
- Bradley, M., & Chen, D. (2015). Does board independence reduce the cost of debt?. *Financial Management*, 44(1), 15-47. <https://doi.org/10.1111/fima.12068>.
- Caroprezo, B. (2011). O impacto das melhores práticas de governança corporativa no custo da dívida das empresas brasileiras. 22 f. (Tese de Doutorado). Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, RJ, Brasil.
- Chancharat, N., Krishnamurti, C., & Tian, G. (2012). Board structure and survival of new economy IPO firms. *Corporate Governance: An International Review*, 20(2), 144-163. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2011.00906.x>.
- Chen, D. (2012). Classified boards, the cost of debt, and firm performance. *Journal of Banking & Finance*, 36(12), 3346-3365. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.07.015>.

- Dai, L., Fu, R., Kang, J. K., & Lee, I. (2016). Corporate governance and the profitability of insider trading. *Journal of Corporate Finance*, 40, 235-253. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.08.002>.
- Detthamrong, U., Chancharat, N., & Vithessonthi, C. (2017). Corporate governance, capital structure and firm performance: evidence from Thailand. *Research in International Business and Finance*, 42, 689-709. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.011>.
- Dimick, M., & Rao, N. (2016). Wage-setting institutions and corporate governance. *Journal of Comparative Economics*, 44(4), 854-883. <https://doi.org/10.1016/j.jce.2016.01.004>.
- Fields, L. P., Fraser, D. R., & Subrahmanyam, A. (2012). Board quality and the cost of debt capital: The case of bank loans. *Journal of Banking & Finance*, 36(5), 1536-1547. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.12.016>.
- Fonseca, C. V. C., & Silveira, R. L. F. (2016). Governança corporativa e custo de capital de terceiros: evidências entre empresas brasileiras de capital aberto. *REAd-Revista Eletrônica de Administração*, 22(1), 106-133. <http://dx.doi.org/10.1590/1413-2311.016162016.62739>.
- Fuzi, S. F. S., Halim, S. A. A., & Julizaerma, M. K. (2016). Board independence and firm performance. *Procedia Economics and Finance*, 37, 460-465. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(16\)30152-6](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(16)30152-6).
- Ghouma, H., Ben-Nasr, H., & Yan, R. (2018). Corporate governance and cost of debt financing: Empirical evidence from Canada. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 67, 138-148. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2017.06.004>.
- Liu, X., & Zhang, C. (2017). Corporate governance, social responsibility information disclosure, and enterprise value in China. *Journal of Cleaner Production*, 142, 1075-1084. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2016.09.102>.
- Luthan, E., & Satria, I. (2016). The Effect of Good Corporate Governance Mechanism to Earnings Management Before and After IFRS Convergence. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 219, 465-471. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2016.05.021>.
- Moura, G. D., & Beuren, I. M. (2011). 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*, 13(29), 11-37, 2011. 10.5007/2175-8077.2011v13n29p11
- Mulyadi, M. S., & Anwar, Y. (2015). Corporate governance, earnings management and tax management. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 177, 363-366. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2015.02.361>
- Muniandy, B., & Hillier, J. (2015). Board independence, investment opportunity set and performance of South African firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 35, 108-124. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2014.11.003>.
- Nadarajah, S., Ali, S., Liu, B., & Huang, A. (2018, Sept.). Stock liquidity, corporate governance and leverage: new panel evidence. *Pacific-Basin Finance Journal*, 50, 216-234. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2016.11.004>.
- Peasnell, K. V., Pope, P. F., & Young, S. (2005). Board monitoring and earnings management: Do outside directors influence abnormal accruals?. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(7-8), 1311-1346. <https://doi.org/10.1111/j.0306-686X.2005.00630.x>
- Piot, C., & Missonier-Piera, F. (2009, Sept. 1). *Corporate governance reform and the cost of debt financing of listed French companies*, Paper, 1-44. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.960681>.

- Prommin, P., Jumreornvong, S., Jiraporn, P., & Tong, S. (2016). Liquidity, ownership concentration, corporate governance, and firm value: evidence from Thailand. *Global Finance Journal*, 31, 73-87. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2016.06.006>.
- Rajpal, H. (2012). Independent Directors and Earnings Management: Evidence from India. *International Journal of Accounting and Financial Management Research*, 2(4), 9-24.
- Riwayati, H. E., Markonah & Siladjaja, M. (2016, May). Implementation of Corporate Governance Influence to Earnings Management. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 219, 632-638. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2016.05.044>.
- Shailer, G., & Wang, K. (2015). Government ownership and the cost of debt for Chinese listed corporations. *Emerging Markets Review*, 22, 1-17. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2014.11.002>.
- Tanaka, T. (2014). Corporate governance and the cost of public debt financing: Evidence from Japan. *Journal of the Japanese and International Economies*, 34, 315-335. <https://doi.org/10.1016/j.jjie.2014.03.002>.
- Vieira, K. M., Velasquez, M. D., Losekann, V. L., & Ceretta, P. S. (2011). A influência da governança corporativa no desempenho e na estrutura de capital das empresas listadas na Bovespa. *Revista Universo Contábil*, 7(1), 46-67. 10.4270/ruc.2011104.

Independence of the Board of Directors Reduces the Debt Financing Cost?

ABSTRACT

Objective: Check the influence of board of directors independence on the cost of debt financing of companies listed in B3.

Method: The cost of the debt was analyzed by calculating the ratio between the financial expenses and costly liability. For board independence, three variables were used: 1) percentage of independent members; 2) dummy who received 1 value when most board members were independent; and, 3) dummy that captured the existence of duality in the position of CEO and chairman of the board.

Originality/relevance: In the literature, the results of previous studies are still divergent. Thus, this issue still presents shortcomings which require investigation. Furthermore, the investigations occurred, mainly, in North American companies, so the matter deserves attention in countries such as the Brazil.

Results: The average cost of debt increased from 2012 to 2016. The average percentage of independent members did not exceed 25%, in less than 17% of the companies, independent members were the majority, and there was a reduction in the number of companies with duality in CEO and chairman positions. It was also found that only the percentage of independent members influenced to reduce the cost of debt. It is believed that the pressure exerted by the controlling shareholder and other internal directors may be reducing the positive impact of the independent directors.

Theoretical/methodological contributions: The research contributes to strengthen the understanding of the theme in Brazilian scenario and broadens the existing discussion in the literature by addressing a factor influencing the cost of debt financing still little explored in Brazil.

Keywords: Board of directors independence. Debt cost. Publicly traded companies. Debt to equity. Indebtedness.

Geovanne Dias de Moura 

Universidade Comunitária da Região de
Chapecó – UNOCHAPECÓ, SC, Brasil
geomoura@terra.com.br

Ângela Paula Muchinski Bonetti 

Universidade Comunitária da Região de
Chapecó – UNOCHAPECÓ, SC, Brasil
angelabonetti@unochapeco.edu.br

Sady Mazzioni 

Universidade Comunitária da Região de
Chapecó – UNOCHAPECÓ, SC, Brasil
sady@unochapeco.edu.br

Silvio Aparecido Teixeira 

Universidade Estadual de Londrina (UEL), PR,
Brasil
silvio@fortcon.com.br

Cristian Baú Dal Magro 

Universidade Comunitária da Região de
Chapecó – UNOCHAPECÓ, SC, Brasil
crisbau@unochapeco.edu.br

Received: October 25, 2018

Revised: April 21, 2019

Accepted: November 27, 2019

Published: April 30, 2020

