UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS - UNICAMP

INSTITUTO DE ECONOMIA – IE

DEPARTAMENTO DE TEORIA ECONÔMICA - DTE

O IMPACTO DAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO CUSTO DE CAPITAL DE TERCEIROS: O CASO DAS COMPANHIAS BRASILEIRAS ENTRE 2010 e 2014

TESE DE MONOGRAFIA

ALUNA: ANA LUIZA MENDES NOGUEIRA

ORIENTADOR: PROF. RODRIGO LANNA FRANCO DA SILVEIRA

COORIENTADOR: PROFA. CAMILA VENEO CAMPOS FONSECA

Campinas, novembro de 2015

ANA LUIZA MENDES NOGUEIRA

O IMPACTO DAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO CUSTO DE CAPITAL DE TERCEIROS: O CASO DAS COMPANHIAS BRASILEIRAS ENTRE 2010 e 2014

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Comissão de Graduação do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas, sob orientação do Prof. Dr. Rodrigo Lanna Franco da Silveira e coorientação da Profa. Ma. Camila Veneo Campos Fonseca.

Campinas

2015

AGRADECIMENTOS

Prestes a iniciar a graduação, Ciências Econômicas não me parecia o curso que gostaria de estudar anos a fio ou a carreira que sentiria prazer em seguir – era apenas um curso em uma instituição de renome. Pela mudança de perspectiva eu gostaria de agradecer, em primeiro lugar, ao meu orientador, Prof. Dr. Rodrigo Lanna Franco da Silveira. Muito obrigada não só pelos grandes ensinamentos sobre economia desde o primeiro dia de faculdade, mas também por despertar o prazer e apreço por tais aprendizados! Muito obrigada por todo o apoio e orientação na elaboração deste trabalho, sua ajuda foi fundamental.

À minha coorientadora, Profa. Ma. Camila Veneo Campos Fonseca, muito obrigada! Obrigada por todas as conversas e ajudas desde a fase de definição do tema de pesquisa à estruturação dos testes empíricos – elas foram salvadoras nas vezes em que me encontrei em becos sem saída.

Aos meus pais, Eliana e Rogério, e à minha irmã Patrícia: obrigada pelo apoio em todas as etapas da minha vida, por serem meu porto-seguro. Obrigada por serem exemplos de vida em tantos aspectos, por me mostrarem que nenhuma adversidade é grave o suficiente para te derrubar e que com esforço e determinação tudo é possível. Tanto do que sou hoje em dia devo a vocês, sinto que colocar em palavras não faria jus à minha gratidão! Agradeço também a todos os meus familiares, Mendes e Nogueira: vocês são exemplos de união, alegria e amizade. Saibam que mesmo longe carrego vocês sempre comigo, sempre com saudades.

Aos meus amigos de sempre, Fernanda, Isadorah, Luiza, Tatiana, Matheus, Igor, Lucas, Gustavo, Luiz, João, Rafael. Obrigada por sempre estarem ao meu lado, seja para saídas, estudos, conversas ou os tradicionais churrascos em que a carne era a última prioridade!

Aos meus amigos da Unicamp, Érika, David, Frederico, Jacqueline, Rodrigo, Rafael, Marcelo, Luiz Felipe, Caio Eduardo, Luísa, Daniel, Renato, Patrícia, Victor, e tantos outros. Sempre sentirei saudades das conversas jogadas fora na cantina, das tradicionais festas de quinta à noite (e até do sofrimento do dia seguinte), de todos os Economíadas, estudos desesperados antes de alguma prova e das piadas repetidas à exaustão. Vocês são a grande razão destes terem sido os melhores anos da minha vida!

E claro, ao melhor amigo que a Unicamp me deu, Luan. Obrigada pela paciência em escutar todas as minhas reclamações e sofrimentos com este trabalho, ela só me deu mais certeza de como você é uma pessoa admirável! Muito mais do que isso, muito obrigada pelo amor e apoio incondicionais, pela parceria e cumplicidade.

O IMPACTO DAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO CUSTO DE CAPITAL DE TERCEIROS: O CASO DAS COMPANHIAS BRASILEIRAS ENTRE 2010 e 2014

Aluna: Ana Luiza Mendes Nogueira

Orientadores: Rodrigo Lanna Franco da Silveira e Camila Veneo Campos Fonseca

Resumo

A criação no ano 2000 pela BM&FBOVESPA dos níveis diferenciados de Governança Corporativa pode ser considerada como um dos maiores esforços realizados no país para a melhoria do ambiente institucional. Tendo em mente os problemas de assimetria informacional e custos de agência, os níveis diferenciados de governança surgiram com o intuito de criar mecanismos e regras que realinhassem os interesses entre os gestores e demais *stakeholders* da companhia. Com o comprometimento voluntário das empresas a regras mais rígidas do que aquelas previstas por lei e valores corporativos tais como ética e transparência, esperava-se que a percepção de risco associada às empresas se reduzisse, diminuindo, portanto, o custo de captação de recurso pelas mesmas. Considerando tal hipótese, intui-se comprovar empiricamente pelo modelo com dados em painel a relação inversa entre a listagem nos segmentos diferenciados de Governança Corporativa e custo de capital de terceiros para as empresas brasileiras de capital aberto entre 2010 e 2014.

Palavras-chave: Custo de Capital de Terceiros, Governança Corporativa e Dados em Painel.

THE IMPACT OF CORPORATE GOVERNANCE PRACTICES OVER THE COST OF DEBT: THE CASE OF BRAZILIAN COMPANIES BETWEEN 2010 AND 2014

Student: Ana Luiza Mendes Nogueira

Mentors: Rodrigo Lanna Franco da Silveira and Camila Veneo Campos Fonseca

Abstract

The inception of Corporate Governance listing segments in 2000, by BM&FBOVESPA, can be considered as one of the greatest efforts carried out to improve the Brazilian institutional environment. Bearing in mind market imperfections such as information asymmetry and agency costs, it was aimed to create mechanisms and rules that would realign interests between managers and stakeholders. As the companies voluntarily engaged with stricter rules than the ones foreseen by regulatory agencies and corporate values such as ethics and informational disclosure, it was expected that their risk level would decrease, thus diminishing their cost of capital. Considering such hypothesis, the panel data methodology is used to empirically the inverse relationship between listing on one of BM&FBOVESPA's corporate governance segments and the cost of debt of Brazilian publicly-traded companies between 2010 and 2014.

Keywords: Cost of Debt, Corporate Governance and Panel Data.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Empresas pertencentes à Amostra 56
Tabela 2 – Definição das Variáveis Independentes Relacionadas ao Custo de Capital de Terceiros 59
Tabela 3 – Distribuição da Amostra por Segmento de Governança Corporativa (2014).. 62
Tabela 4 – Evolução do Número de Empresas Listadas por Segmento de Governança Corporativa 63
Tabela 5 – Evolução do Custo da Dívida Médio Setorial para o Período de Análise 64
Tabela 6 – Estatísticas Descritivas das Variáveis Utilizadas 65
Tabela 7 – Matriz de Correlação para as Variáveis Utilizadas 65
Tabela 8 – Medidas Resumo das Variáveis por Segmento Diferenciado de Governança Corporativa 66
Tabela 9 – Resultados da Regressão Estimada por MQO 68
Tabela 10 – Resultados da Regressão Estimada por Efeitos Aleatórios 69
Tabela 11 – Resultados da Regressão Estimada por Efeitos Fixos 70

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Evolução das Listagens nos Segmentos Especiais de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA 49

Gráfico 2 – Performance de Mercado dos Índices Selecionados 50

Gráficos 3 a 6 – Média das Dimensões do IPGC por Segmento de Listagem 51

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Esquematização das Teorias de Estrutura de Capital 26
Figura 2 – Esquematização da Teoria de *Trade-Off* 28

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO 12
2. TEORIAS SOBRE CUSTO E ESTRUTURA DE CAPITAL 15
3. AS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA 37
4. METODOLOGIA DE PESQUISA 54
5. ANÁLISE DE RESULTADOS E CONCLUSÕES 61
6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS 75
APÊNDICE 1: RELAÇÃO DAS EMPRESAS PERTENCENTES À AMOSTRA 79
APÊNDICE 2: RELAÇÃO DAS EMPRESAS PERTENCENTES À AMOSTRA 81

INTRODUÇÃO

A discussão sobre como empresas captam recursos tem há tempos um papel central na teoria financeira (BRIGHAM, GAPENSKI E EHRHARDT, 1999). Com o foco de maximizar o valor da companhia, a escolha eficiente das fontes de financiamento para investimentos e atividades operacionais é crucial na estratégia corporativa. De forma genérica, uma empresa deve escolher suas fontes de financiamento entre dois grupos de recursos: próprios ou de terceiros.

Ao preferir financiamento com recursos próprios, as principais opções corporativas incluem a retenção de resultados líquidos de exercícios passados e a integralização de novas ações ao seu capital social, em troca do pagamento de dividendos futuros aos novos proprietários. Assim, ao analisar a viabilidade de um investimento, dever-se-ia contrapor a sua rentabilidade esperada à desejada por seus acionistas, ou seja, ao custo com que a empresa capta capital próprio. Ainda que haja diversas metodologias de cálculo – CAPM, Dividendos Descontados, Ohlson-Juettner e outros (NAKAMURA *et al.*, 2006) – e muitos debates acerca de qual é o método mais adequado, o mais utilizado é o modelo de *Capital Asset Pricing* (CAPM) (ASSAF NETO, LIMA E ARAÚJO, 2008). Segundo tal modelo, a rentabilidade mínima esperada pelo capital próprio é uma função do retorno do ativo livre de risco somado ao prêmio pelo risco da companhia. Logo, acionistas cobram um retorno mais elevado em investimentos mais arriscados.

No entanto, é raro haver uma empresa financiada exclusivamente por capitais próprios, o comum é que exista um *mix* entre recursos próprios e de terceiros. Este último pode ser obtido a partir da emissão pública de títulos de diferentes maturidades ou da contração de dívidas diretamente junto às instituições financeiras. Em ambos os casos, a empresa recebe capitais com a obrigação futura de repagar o principal do empréstimo acrescido de juros. Em linhas gerais, o custo para uma companhia contrair novos empréstimos (a taxa de juros cobrada ou o custo de capital de terceiros) é dado pela taxa livre de risco praticada no mercado acrescido de um *spread*, este função do risco de *default* referente à concessão. Neste sentido, a viabilidade econômica de um projeto de investimento é avaliada a partir da comparação entre a rentabilidade esperada e o custo médio de capital, sendo este

ponderado pela participação dos recursos próprios e de terceiros na estrutura de capital da empresa.

Cabe ressaltar que o custo de capital de terceiros é inferior ao custo de capital próprio. Duas razões são colocadas para explicar tal fato (ASSAF NETO, 2012). Primeiramente, ao não envolver direito de propriedade sobre a empresa, o capital de terceiros é um investimento menos arriscado, requerendo assim um retorno menor; enquanto dividendos só são distribuídos caso haja um resultado líquido positivo, a empresa é obrigada a pagar periodicamente as obrigações do empréstimo independentemente de seus resultados e, em caso de falência, os credores tem preferência na liquidação. Além disso, o endividamento possibilita uma criação de valor para a empresa ao diminuir a base de lucro tributável (fenômeno conhecido como dedutibilidade fiscal).

Entretanto, apesar de seu baixo custo relativo, existem limites ao endividamento das empresas, sendo o problema da assimetria de informações um dos mais comuns. Verifica-se que as empresas tomadoras de crédito são mais informadas do que seus credores quanto aos rendimentos futuros e riscos do negócio a ser financiado (JENSEN & MECKLING, 1976). Assim, ao não fornecerem todas as informações relevantes ao acordo, dificulta-se a conclusão de um resultado ótimo a ele, prevalecendo em muitos casos a seleção errônea de agentes (problema de seleção adversa) e o problema de risco moral, uma vez que o contrato é firmado (GREENBAUM, 2007).

Para evitar o risco de seleção de "maus pagadores" decorrente da assimetria informacional pré-contratual, a taxa de juros praticada pelos credores tende a aumentar. No entanto, ao perceberem que esse custo de capital não condiz com o seu nível de risco, os "bons pagadores" deixam o mercado, impedindo a alocação eficiente dos recursos. Já o problema de risco moral associa-se à assimetria de informações pós-contratual: a partir do momento que o contrato credor-devedor é firmado, o devedor inclina-se a tomar maiores riscos do que o acordado, já que não arcam completamente com as consequências de suas atitudes, e o credor tem dificuldades em monitorar suas ações justamente pela assimetria informacional.

Como consequência dos problemas de agência e assimetria de informações, as práticas diferenciadas de governança corporativa surgem no intuito de mitigar parcialmente esses riscos. Conforme Cicogna:

> "Problemas de informação no mercado financeiro limitam o acesso empresarial ao crédito. Empresas mais transparentes, com melhor divulgação de informações e comprometidas com a proteção dos interesses dos investidores devem ter, portanto, maior facilidade na obtenção de financiamentos." (CICOGNA, 2007, p. 7)

Para diminuir os riscos de assimetria informacional e aumentar o grau de confiança nas empresas que voluntariamente aderissem a melhores práticas de governança, a BM&FBOVESPA criou em 2000 os diferentes níveis de governança corporativa. Entre cada um dos níveis (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), a quantidade e qualidade de informações que devem ser publicadas aumentam, agindo como um sinalizador de transparência do grau de risco e comprometimento do *management* com o melhor interesse dos *stakeholders* (SILVEIRA, 2002).

Diante desse contexto, o objetivo do presente trabalho é comprovar se a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA efetivamente afetou o custo de capital de terceiros das empresas nacionais de capital aberto no período entre 2010 e 2014. Para atingir tal objetivo, este trabalho está dividido em três capítulos, além da introdução e das conclusões. No primeiro, teorias sobre custo e estrutura de capitais são analisadas. Na sequência, conceitos relativos à governança corporativa são avaliados. Por fim, a metodologia é apresentada e os resultados são evidenciados.

CAPÍTULO 1

TEORIAS SOBRE CUSTO E ESTRUTURA DE CAPITAL

O presente capítulo tem como objetivo apresentar a plataforma teórica que dá origem ao problema de pesquisa. Nesse intuito, serão percorridas algumas das principais visões no que tange à mensuração do custo de capital e às decisões estrutura de capital por parte das empresas.

1.1 Custo de Capital

Para avaliar propostas de novos investimentos, uma dada empresa deve comparar o montante total exigido pelo projeto não apenas com a sua taxa de retorno esperada, mas também com a taxa a qual ela consegue financiá-lo. Nesse sentido, o custo de capital é elemento crítico das decisões de negócios (BRIGHAM, GAPENSKI e EHRHARDT, 1999), sendo uma taxa mínima a qual os retornos do projeto devem exceder para que ele tenha um valor presente líquido positivo – incrementando, assim, a riqueza da firma.

Tais projetos podem ser financiados em sua totalidade por recursos próprios. No entanto, o mais comum é que uma firma utilize diversos componentes de capital, dentre os quais lucro reinvestido (capital próprio) e dívidas (capital de terceiros) são as modalidades mais comuns no ambiente financeiro brasileiro. Independentemente de seu tipo, todos os componentes de capital têm uma característica em comum: os investidores que os fornecem, os fazem com a expectativa de receberem um retorno sobre tal investimento. O custo de capital, portanto, nada mais é do que um custo de oportunidade, representando a taxa de retorno da melhor proposta alternativa de investimento, de mesmo risco. Nos termos de Assaf Neto, Lima e Araújo (2008):

> "O custo de capital é estabelecido pelas condições com que a empresa obtém seus recursos financeiros no mercado de capitais, sendo geralmente determinado por uma média dos custos de oportunidade do capital próprio (acionistas) e capital de terceiros (credores), ponderados pelas respectivas proporções utilizadas de capital, líquidos de imposto de renda" (ASSAF NETO, LIMA e ARAÚJO, 2008; p. 73)

Ou seja, o custo de capital global de uma empresa se trata da média dos custos de oportunidade dos componentes de capital, ponderada pelas suas proporções relativas – equação 1. Em geral, tal custo é conhecido como custo médio ponderado de capital (CMPC ou WACC – *weighted average cost of capital*). Cada componente de capital possui características de risco distintas, requerendo, portanto, taxas de retorno diversas – proporcionais ao risco portado pelo provedor.

$$WACC = k_e \times \frac{E}{E+D} + k_d \times \frac{D}{E+D} \quad (1)$$

Onde, k_e representa o custo de capital próprio; $\frac{E}{E+D}$, a proporção relativa de capital próprio no capital total da companhia; k_d , o seu custo de capital de terceiros; e $\frac{D}{E+D}$ a proporção relativa de capital de terceiros no capital total.

Existem, todavia, dificuldades em se tratar do custo de capital. Conforme Assaf Neto, Lima e Araújo (2008), inexistem modelos definitivos e plenamente satisfatórios para a mensuração dos componentes de capital. Com tal dificuldade em mente, as subseções em sequência tratarão de alguns dos métodos tradicionalmente utilizados pela literatura.

1.1.1 Custo de Capital Próprio

Uma empresa possui duas grandes alternativas quando escolhe seu financiamento mediante capital próprio: a integralização de novas ações ao seu capital social e a retenção dos resultados líquidos de exercícios passados. Cabe ressaltar, a escolha pelo reinvestimento de lucros deve seguir a mesma lógica dos outros componentes de capital, ou seja, comparar os retornos do projeto de investimento com seu custo de oportunidade (ASSAF NETO, 2012). Dado que tais lucros poderiam ter sido distribuídos aos seus acionistas na forma de dividendos, a empresa deve considerar que seus reinvestimentos rendam tanto quanto os acionistas conseguiriam de retorno se tivessem aplicado os dividendos num investimento alternativo de risco similar (aplicando-os em ações da companhia, por exemplo).

Ainda que o conceito de custo de capital próprio seja amplamente difundido, sua mensuração apresenta algum grau de dificuldade, por se tratar de uma variável subjetiva, que

não é diretamente observável (LIMA, 2007a). No âmbito de uma empresa com uma base de acionistas diversificada (a realidade da maioria das empresas de capital aberto), é impossível indagar a cada um de seus investidores quais são suas expectativas individuais de retorno. Nesse sentido, foram criados diversos modelos para mensurar essa taxa de atratividade, ou k_e, dentre os quais se destacam: i) Modelo de Gordon ii) *Capital Asset Pricing Model* – CAPM e iii) Método de Prêmio sobre o Risco (LIMA, 2007a).

1.1.1.1 O Modelo de Gordon

O Modelo de Gordon, também conhecido como o método do Fluxo de Caixa Descontado dos Dividendos Futuros, sugere que o retorno esperado de uma ação é dado pela taxa de desconto que iguala o preço atual da ação ao valor presente de seus fluxos esperados de dividendos:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{dps_t}{(1+k_e)^t} \tag{2}$$

Onde P_0 representa o preço da ação atual, dps_t o fluxo de dividendos por ação no período t e k_e o custo de capital próprio.

No entanto, para uma firma madura que já passou por um período de crescimento acelerado, é viável supor que seus fluxos de dividendos futuros cresçam a uma taxa estável, constante ao longo do tempo (BRIGHAM, GAPENSKI e EHRHARDT, 1999). Assim, sendo conhecido o seu último fluxo de dividendos pago como dps_0, o fluxo de dividendos em qualquer período t poderá ser previsto conforme:

$$dps_t = dps_0(1+g)^t \tag{3}$$

Sendo g a taxa de crescimento constante esperada para os fluxos de dividendos futuros. Logo, substituindo-se a equação (3) na equação (2), obtém-se:

$$P_0 = \frac{dps_0(1+g)}{k_e - g} = \frac{dps_1}{k_e - g} \tag{4}$$

Dessa expressão, depreende-se que o custo de capital próprio, k_e, é dado por:

$$k_e = \frac{dps_1}{P_0} + g \quad (5)$$

Embora formalmente simples, a aplicação do Modelo de Gordon enquanto método de mensuração do custo de capital próprio esbarra na dificuldade prática de estimar os fluxos de caixa futuros, principalmente a taxa de crescimento dos dividendos (ASSAF NETO, 2012). Simplesmente tomar a taxa de crescimento passada da empresa como uma *proxy* para os períodos seguintes não é um movimento válido, segundo Brigham, Gapenski e Ehrhardt (1999). Sugere-se então, que se utilize uma média das projeções das taxas de crescimento dos dividendos realizadas por analistas de mercado, também conhecido como "consenso de mercado".

1.1.1.2 *Capital Asset Pricing Model* – CAPM

Outro método de mensuração do custo de capital próprio, k_e, seria pelo *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), um dos modelos mais amplamente difundidos na literatura (BRIGHAM, GAPENSKI e EHRHARDT, 1999). Na definição de Assaf Neto (2012), tal modelo estabelece que o retorno exigido pelos proprietários de capital é linearmente relacionado com seu nível de risco, de forma que, quanto maior o risco atrelado à decisão de investimento, maior deverá ser o retorno exigido neste investimento para "compensar" o risco adicional incorrido.

Segundo Assaf Neto, Lima e Araújo (2008), o risco global de um ativo pode ser separado em dois componentes: o risco sistemático e o risco diversificável. O risco sistemático é aquele correlacionado ao risco total da carteira independentemente de seu grau de diversificação, sendo determinado por "fatores conjunturais e de mercado que atingem todas as empresas" (ASSAF NETO, LIMA e ARAÚJO, 2008, p.75), como potenciais crises econômicas ou políticas. O risco diversificável, ou não-sistemático, por sua vez, pode ser entendido como a parcela de risco mitigável conforme a diversificação da carteira de investimentos pela adição de ativos com baixo (ou negativo) grau de correlação entre seus retornos. De tais definições, segue-se que um investidor diversificado consegue eliminar a

parcela incorrida de risco diversificável, mas sempre carregará o risco sistemático, devendo ser remunerado por ele.

Tal taxa de remuneração, para o modelo CAPM, é dada de acordo com a reta do mercado de títulos – *Security Market Line* (SML), enunciada a seguir.

$$k_e = r_f + \beta(r_m - r_f) \quad (6)$$

Onde r_f é a taxa de retorno do ativo livre de risco da economia; β é o coeficiente beta, o coeficiente angular representante da quantidade de risco atrelada ao papel, sendo uma medida do risco do ativo em relação ao risco sistemático da carteira de mercado[1]; e r_m é a taxa de retorno de mercado, oferecida pela carteira de mercado. O termo $(r_m - r_f)$ é definido como o prêmio pelo risco de mercado, ou seja, a quantificação do retorno adicional a um título livre de risco.

Normalmente, a taxa de retorno livre de risco, r_f, pode ser representada pelos juros pagos em títulos de emissão pública, títulos isentos de incerteza quanto à inadimplência de seu emissor. No caso brasileiro, utiliza-se como *proxy* da taxa livre de risco as médias históricas do índice Selic (Sistema Especial de Liquidação e Custódia de Títulos Públicos). No entanto, segundo Lima (2007a) e Assaf Neto, Lima e Araújo (2008), essa relação não é inteiramente correta no caso de países emergentes:

> "[...] entende-se que os títulos emitidos pelo governo devem embutir um prêmio pelo risco. Esses títulos soberanos não são efetivamente aceitos como livres de risco pelos mercados financeiros. Ademais, a série histórica dessas taxas de juros apresenta uma enorme dispersão [...] [evidenciando-se] a pouca validade do uso da média histórica no Brasil" (ASSAF NETO, LIMA e ARAÚJO, 2008, p. 76)

A taxa de retorno de mercado, r_m, é considerada a taxa de retorno de todos os ativos negociados, ponderados pelos seus valores de mercado. Dada a impossibilidade de reproduzi-la na prática, utiliza-se o retorno de mercado como o retorno do índice de negociação no

[1] O coeficiente beta indica a correlação dos retornos do ativo em questão aos retornos do mercado. Nesse sentido, um coeficiente beta igual a 1 indica que os seus retornos movem-se na mesma direção e com a mesma intensidade do índice de mercado. Similarmente, um coeficiente beta inferior (superior) a 1 indica que o papel é menos (mais) arriscado que o índice de mercado, devendo requerer um retorno também inferior (superior) (ASSAF NETO, LIMA E ARAÚJO, 2008).

mercado secundário – no caso brasileiro, o Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa). Todavia, também para a representação do retorno de mercado a *proxy* brasileira é problemática:

> "Entre essas limitações, podem-se citar: baixo volume de negociação com ações ordinárias, que dão direito a voto [...]; baixa liquidez das ações e concentração de poucas ações na formação do índice de mercado." (LIMA, 2007a, p. 21)

De forma análoga, o coeficiente beta, por ser exprimido pela correlação entre os retornos do papel e os retornos do índice de mercado, possui uma representatividade limitada quando calculado pelo Ibovespa. Nas palavras de Assaf Neto, Lima e Araújo (2008):

> "[...] a forte concentração do índice de mercado de ações em poucas empresas e, principalmente, a presença de um inexpressivo volume de ações ordinárias nas negociações de mercado, invalidam qualquer tentativa de trabalhar com betas obtidos das bolsas de valores brasileiras" (ASSAF NETO, LIMA e ARAÚJO, 2008, p. 81)

Tendo em mente tais fatores limitantes, Assaf Neto, Lima e Araújo (2008) propõem uma metodologia alternativa para o modelo CAPM no mercado brasileiro, representada pela equação 7.

$$k_e = TBonds + \beta(S\&P500 - TBonds) + \alpha_{BR} \quad (7)$$

A alternativa seria utilizar como *benchmark* os dados representativos do mercado norte-americano (como as T-Bonds[2] para o ativo livre de risco e o índice S&P-500 para a carteira de mercado), e adequá-los para países emergentes pela incorporação de um risco país. O risco país pode ser entendido como diferencial de juros adicional que um título de país emergente deve pagar em relação aos T-Bonds americanos, como um spread pelo risco de inadimplência do país.

[2] As *Treasury Bonds*, também conhecidas como T-Bonds, são os títulos de dívida do emitidos pelo Tesouro Norte-Americano. Títulos de longo prazo, geralmente possuem maturidade de mais de 10 anos. No caso de um *benchmarking* de curto prazo, é aconselhável o uso das *Treasury Bills* (T-Bills), títulos de dívida com maturidade de menos de um ano (ASSAF NETO, LIMA e ARAÚJO, 2008)

O coeficiente beta, por sua vez, também é calculado por *benchmarking*. Suas etapas envolvem: (i) o levantamento dos coeficientes betas desalavancados[3] (β_U) para empresas americanas compráveis à brasileira em setor de atividade, tamanho, etc.; (ii) a mensuração do índice de endividamento médio do setor empresarial brasileiro; (iii) o cálculo do coeficiente beta alavancado (β_L) pelo índice médio de endividamento do setor, conforme a equação 8.

$$\beta_L = \beta_U \times [1 + (D/E) \times (1 - T)] \quad (8)$$

Onde *(D/E)* representa a proporção de dívida em relação ao capital próprio e *T*, a alíquota de imposto paga pela companhia. Cabe ressaltar, apesar de críticas a alguns pressupostos "fortes" do modelo, a metodologia do CAPM por *benchmarking* é uma das mais disseminadas no mercado brasileiro para a apreensão do custo de capital próprio (ASSAF NETO, 2012).

1.1.1.3 Método de Prêmio Sobre o Risco

Comumente, analistas de mercado preferem usar uma abordagem prática – porém subjetiva – para mensurar o custo de capital próprio (BRIGHAM, GAPENSKY e EHRHARDT, 1999). Tal método consiste no simples acréscimo de um prêmio sobre a dívida de mercado das companhias, geralmente somando um *spread* de 3 a 5 pontos percentuais no custo de capital de terceiros, o qual se traduz na equação 9:

$$k_e = k_d + Prêmio\ de\ Risco \quad (9)$$

O método de prêmio sobre o risco segue a lógica de que, se uma empresa possui um perfil de dívida arriscado, com altas exigências de retorno, seu patrimônio líquido também será arriscado e de alto-custo. No entanto, por se basear num spread de risco arbitrário, escolhido conforme a pessoa que avalia, a estimativa do custo de capital próprio torna-se

[3] O coeficiente beta, enquanto medida do risco da empresa, guarda relação com a relação entre dívida/ capital próprio da empresa. Tal relação pode mudar ao longo dos anos, de forma que o nível de alavancagem passado talvez não se reproduza nos próximos anos. Dessa forma, deve-se expurgar os efeitos da alavancagem do comportamento da ação, utilizando-se o beta desalavancado, fornecido em fontes especializadas como Bloomberg e Economática (ASSAF NETO, 2012).

também subjetiva. Trata-se, portanto, de um método de fácil aplicação, mas cujos resultados devem ser avaliados com cuidado.

1.1.2 Custo de Capital de Terceiros

Comumente, o financiamento corporativo se dá por um *mix* entre recursos próprios e de terceiros. Este último pode ser obtido a partir da emissão pública de títulos de diferentes maturidades ou da contração de dívidas diretamente junto às instituições financeiras. Em ambos os casos, a empresa recebe capitais com a obrigação futura de repagar o principal do empréstimo acrescido de juros.

Cabe ressaltar que o financiamento corporativo por recursos de terceiros é acompanhado de benefícios, tornando-o relativamente mais barato que o financiamento por capital próprio. Em primeiro lugar, por ser uma obrigação contratual e não envolver direitos de propriedade sobre a empresa, trata-se de um investimento menos arriscado e, portanto, com exigências de retornos inferiores. Enquanto dividendos são fluxos de caixa residuais, apenas distribuídos aos acionistas caso haja um resultado líquido positivo, o pagamento periódico das obrigações de um empréstimo é obrigatório e independente do desempenho financeiro da companhia. Ainda, em caso de falência, os credores possuem preferência na liquidação.

Além disso, o endividamento reduz os impostos pagos pela companhia, sendo uma verdadeira fonte de criação de valor. As despesas com juros são descontadas para o cálculo do lucro tributável – fenômeno conhecido na literatura como "dedutibilidade fiscal" ou "*tax shield*" (ASSAF NETO, 2012). Nesse sentido, o efetivo custo de capital de terceiros da companhia, ou k_d, é ainda inferior ao retorno exigido pelos seus credores (BRIGHAM, GAPENSKI e EHRHARDT, 1999), podendo ser definido como:

$$k_d = r_d(1 - T) \tag{10}$$

Onde r_d representa o retorno da dívida exigido pelos credores; T, a alíquota de imposto paga pela companhia e (1-T), o benefício fiscal da dívida.

É necessário, portanto, explicitar os determinantes das taxas de retorno exigidas pelos credores e como mensurá-las. As subseções a seguir tratarão desses temas.

1.1.2.1 Composição das Taxas de Juros de Mercado

Teoricamente, as taxas de juros de mercado são formadas para remunerar os credores por arcarem com diversos componentes de risco, componentes esses que variam conforme a natureza do tomador e as características do empréstimo (BRIGHAM; GAPENSKI; EHRHARDT, 1999). Dessa forma, o retorno exigido pelos credores, r_d, é considerado função: da taxa de juros nominal livre de riscos, r_f; do prêmio pelo risco de inadimplência, *DRP*; do prêmio pelo risco de liquidez, *LP*; e do prêmio pelo risco de vencimento, *MRP*. Conforme formulado por Brigham, Gapenski e Ehrhardt (1999):

$$r_d = r_f + DRP + LP + MRP \tag{11}$$

A taxa de juros nominal livre de riscos, r_f, conforme explicado na seção 1.1.1.2, é a taxa de retorno obtida em aplicações em títulos da dívida pública, considerados isentos de todos os componentes de risco que afetam uma dívida comum. É interessante salientar que esse retorno livre de riscos já conta com um prêmio pelo risco de inflação – o risco de que, ao longo da duração do título, taxas elevadas de inflação corroam a taxa real de retorno do investimento.

Já o componente de prêmio pelo risco de inadimplência (ou *default risk premium* - *DRP*) está relacionado à qualidade de crédito do devedor, considerando tanto a probabilidade de que ele não consiga honrar os pagamentos de sua dívida, quanto a prioridade de pagamento dessa obrigação caso ele entre em *default* (STANDARD&POORS, 2014). Nesse sentido, quão pior for a qualidade de crédito de um devedor, maior será sua probabilidade de inadimplência e maior o retorno exigido pelos credores por incorrerem nesse risco (ASSAF NETO, 2012).

Outro fator a ser considerado na formação das taxas de juros é o prêmio por liquidez (ou *liquidity risk premium*, *LRP*). Tal prêmio segue a lógica de que alguns títulos de dívida são mais líquidos que outros, ou seja, podem ser convertidos em dinheiro com maior

facilidade e pelo seu valor justo de mercado, por estarem inseridos em mercados ativamente negociados. Em geral, títulos de grandes empresas terão maior volume de negociação - logo, maior liquidez - que os de pequenas empresas, requerendo, portanto, um menor prêmio de liquidez.

Por último, a composição das taxas de juros de mercado também contempla um prêmio pelo risco de vencimento (ou *maturity risk premium*, *MRP*). A esse prêmio é associado o risco de taxa de juros, isto é, a probabilidade de que um aumento nas taxas de juros-base da economia leve a uma queda nos valores dos títulos de dívida pré-fixados. Cabe ressaltar, trata-se de um elemento relevante a qualquer título de dívida de longo prazo, inclusive títulos públicos considerados "*risk-free*". Logo, quanto mais distante for o vencimento de um título, maior a exposição do seu credor às variações de taxas juros em relação àqueles com vencimentos no curto prazo, justificando prêmios também mais elevados.

Os elementos de risco descritos acima, quando somados, determinam o *spread* de um título, o diferencial das taxas praticadas em relação à taxa *risk-free* da economia. Vale salientar, o *spread* varia conforme as especificidades da companhia tomadora de recursos e do empréstimo a ser concedido (ASSAF NETO, 2012).

É interessante notar que a literatura tradicional não dá muito destaque ao impacto dos problemas de seleção adversa nas taxas de juros de mercado. Conforme Stiglitz e Weiss (1981), a taxa de juros praticada por um banco pode, em si, afetar o risco de seu conjunto geral de empréstimos pela seleção errônea de agentes e pelos problemas de incentivos às ações dos tomadores de crédito. Como consequência geral, o que se verifica é um equilíbrio de mercado com racionamento de crédito. Os problemas de racionamento de crédito e a proposta da governança corporativa como solução ao risco de seleção adversa serão tratados com detalhes no capítulo 2.

1.1.2.2 Mensuração Prática do Custo de Capital de Terceiros

A seção 1.1.2.1 tratou dos diversos determinantes teóricos das taxas de juros de mercado. Todavia, ainda é necessário avaliar os métodos práticos para a mensuração das taxas de retorno exigidas pelos credores, r_d, e o custo implícito para as companhias, k_d.

Diferentemente do custo de capital próprio, a mensuração do custo de capital de terceiros não envolve grandes discussões (LIMA, 2007a). De acordo com Assaf Neto (2012), Brigham, Gapenski e Ehrhardt (1999) e Grinblatt e Titman (2005), r_d é facilmente estimado pelo valor de mercado de dívidas passadas da companhia, negociadas publicamente, do qual se pode extrair a taxa de retorno (também conhecida como *yield to maturity*). Em outras palavras:

> "O custo de capital de terceiros é definido de acordo com os passivos onerosos identificados nos empréstimos e financiamentos mantidos pela empresa [...] Esse custo representa, em outras palavras, o custo explícito obtido pela taxa de desconto que iguala, em um determinado momento, os vários desembolsos previstos de capital e de juros, com o principal liberado para a empresa." (ASSAF NETO, 2012, p. 428)

Desse modo, r_d pode ser estimado com base na seguinte formulação:

$$r_d = Despesas\ Financeiras / Passivo\ Financeiro \tag{12}$$

Sendo o custo de capital de terceiros da companhia, k_d, também facilmente expresso após a consideração do benefício fiscal conforme apresentado na seção 1.1.2.

Pelos benefícios relativos do financiamento com capital de terceiros expostos até o momento, pode-se pensar que uma firma tenda a se alavancar infinitamente (BRIGHAM, GAPENSKI E EHRHARDT, 1999). Trata-se, afinal, de um investimento menos arriscado e custoso, além de ser um fator criador de valor para seus *stakeholders* ao diminuir os fluxos perdidos com impostos. O que se verifica na prática, entretanto, é que as empresas controlam seus níveis de alavancagem, escolhendo muitas vezes o financiamento por capital próprio. Os determinantes das proporções relativas entre capital próprio e de terceiros será o assunto da seção a seguir.

1.2 Estrutura de Capital

Apesar da seção 1.1 fornecer um amplo panorama sobre o cálculo do custo de capital, a mensuração isolada dos componentes é insuficiente, dada a existência de interações entre eles, que acabam por afetar o custo de capital médio da companhia (GRINBLATT; TITMAN, 2005). Dentre as decisões de estrutura de capital há que se reputar, por exemplo, como o deslocamento da posição de endividamento da empresa impacta a percepção de risco das ações e, logo, o retorno exigido pelos acionistas. Ou, ainda, como o aumento na alavancagem da companhia eleva também sua probabilidade de inadimplência, e, em consequência, o prêmio requerido pelos credores.

Neste sentido, a escolha eficiente das fontes de financiamento, que otimize o *mix* entre fundos próprios e financiamento externo a um custo mínimo, é crucial na estratégia corporativa, sendo um dos temas mais debatidos pela literatura financeira. Nas palavras de Cicogna (2007):

> "A decisão sobre a composição da estrutura de capital da firma é tema de vastas discussões devido à dificuldade de encontrar uma estrutura que maximize os retornos dos investimentos e, consequentemente, o valor da empresa" (CICOGNA, 2007, p. 30)

As teorias modernas sobre estrutura de capital tiveram início em 1958, com o trabalho seminal de Modigliani e Miller[4] (ASSAF NETO, 2012). Com uma base restritiva de pressupostos, eles argumentam que as decisões de estrutura de capital nada importam para o valor da firma. Segundo eles, conforme a companhia se alavanca, os ganhos pela maior participação relativa de k_d no custo de capital são anulados pelo aumento da percepção de risco por parte dos acionistas, que ajustam suas exigências de retorno (k_e). Em consequência, o custo de capital da companhia se mantém constante – sendo irrelevante a busca por uma estrutura de capital ótima. O valor da firma, neste caso, é função estrita dos fluxos de caixa por ela gerados e do seu risco (BRITO; CORRAR E BATISTELLA, 2007).

Apesar de se basear em um conjunto irreal de pressupostos – como mercados perfeitos e a inexistência de impostos e custos de falência – o resultado de irrelevância de Modigliani e Miller é de extrema importância para a teoria financeira. De acordo com Harris e Raviv

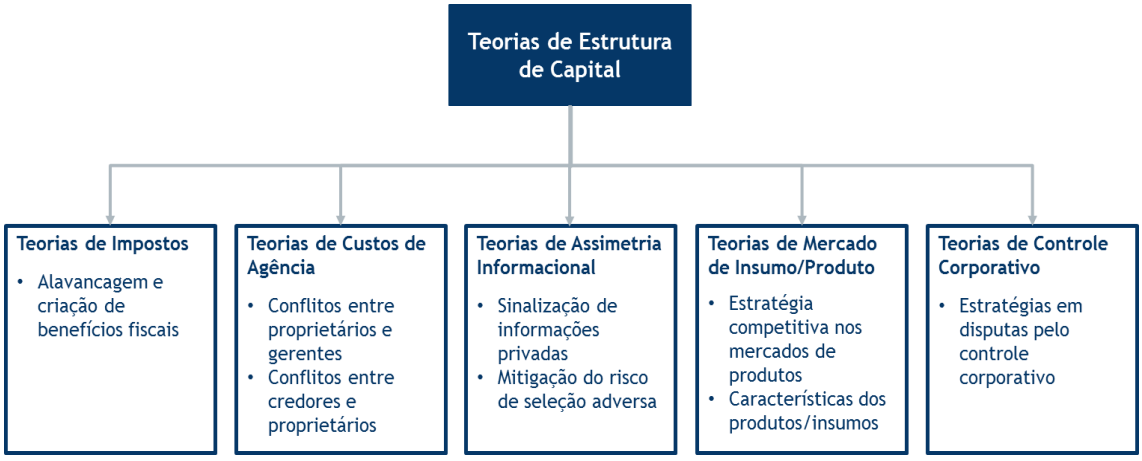
[4] MODIGLIANI, F.; MILLER, M. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, v.48, 1958.

(1991), ao indicar sob quais condições e estrutura de capital é desprezível, o trabalho lança luz justamente às condições nas quais ela se tornaria determinante, servindo de direcionamento para pesquisas futuras.

Ainda segundo Harris e Raviv (1991), as teorias que vieram em sequência à de Modigliani Miller podem ser subdividas em quatro grandes grupos, de acordo com os fatores determinantes das decisões de estrutura de capital. Em primeiro lugar, citam os conflitos entre os diversos grupos de interesse (gerentes, proprietários e credores) dentro de uma companhia, os conflitos de agência, conformando o grupo das teorias de Custos de Agência. Em segundo lugar, trazem à tona os problemas de assimetria de informação, os quais estimulariam as decisões de estrutura de capital como um meio das companhias transmitirem informações privadas ou mitigarem problemas de seleção adversa – são as teorias de Assimetria Informacional. Mencionam, ainda, a influência das estratégias competitivas escolhidas pelas companhias, bem como a natureza singular de produtos ou insumos, nas opções de financiamento – são as teorias de Interação nos Mercados de Insumos e Produtos. Por último, tratam das escolhas de *funding* motivadas por disputas pelo controle da corporação – as teorias de Controle Corporativo (HARRIS E RAVIV, 1991; CICOGNA, 2007).

Há, ainda, uma quinta categoria de teses sobre estrutura de capital da qual Harris e Raviv (1991) não tratam, mas considerada de extrema importância. São as teorias motivadas pela existência de impostos e de benefícios fiscais. A estrutura deste amplo campo teórico pode ser observada na Figura 1.

Figura 1 – Esquematização das Teorias de Estrutura de Capital



Fonte: Elaboração própria com base em Harris e Raviv (1991) e Assaf Neto (2012).

Apesar de todas as teorias possuírem pontos interessantes e de grande relevância, foge ao escopo desse trabalho defini-las todas em detalhes. Tendo em mente o problema de pesquisa focado nas imperfeições de mercado, foi escolhido aprofundar-se apenas nas teorias de Impostos, Custos de Agência e Assimetria Informacional. Cabe ressaltar que, conforme Harris e Raviv (1991) indicam, os modelos de Interação nos Mercados de Insumos e Produtos e de Controle Corporativo foram ainda pouco explorados, servindo de sugestão para pesquisas futuras.

1.2.1 Teorias de Impostos

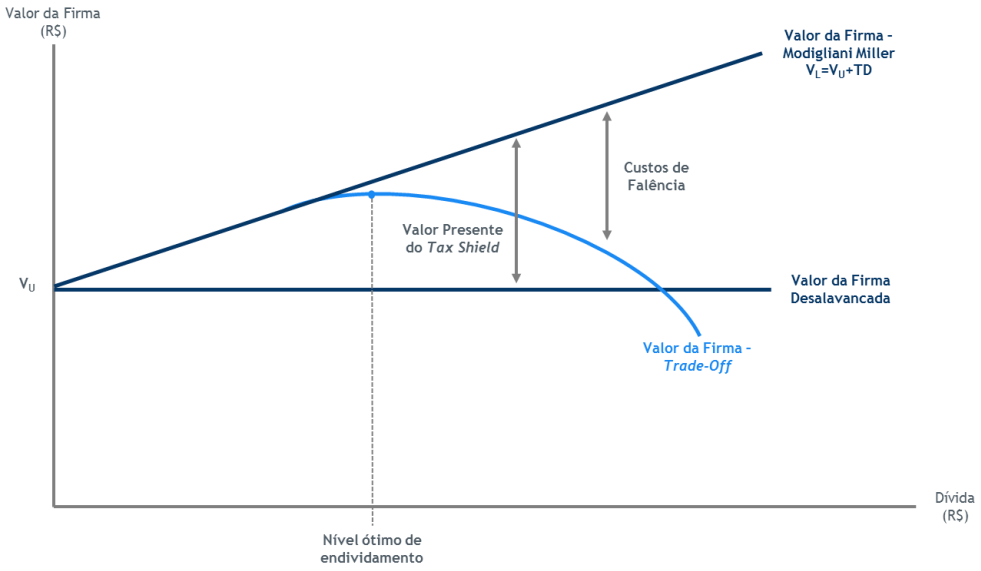
O papel dos impostos nas decisões de estrutura de capital tem início em 1963, quando Modigliani e Miller[5] lançam um novo trabalho avaliando seus efeitos. Conforme já tratado em seções acima, em um mundo com impostos, a alavancagem é uma fonte de criação de valor para a firma, dada a existência de benefícios fiscais pela dedutibilidade de impostos dos pagamentos de juros (ASSAF NETO, 2012). Logo, existiria sim uma estrutura de capital ótima, capaz de maximizar o valor da firma: uma estrutura de financiamento composta em sua totalidade por dívidas, levando o custo de capital global a um patamar mínimo (BRITO, CORRAR e BATISTELLA, 2002).

Todavia, o que se verifica na prática é que as companhias não se endividam infinitamente. Isso se explica pelo fato do modelo de Modigliani e Miller desconsiderar a existência de custos de falência, como despesas contábeis e jurídicas e a venda forçada de ativos abaixo de seu valor justo – quando na realidade eles podem ser de grande relevância (BRIGHAM, GAPENSKY e EHRHARDT, 1999). Quanto maior o uso de capital de terceiros, maiores as despesas fixas com juros. Logo, aumenta-se também a probabilidade de que uma queda nos lucros da companhia leve a dificuldades financeiras, fazendo-a incorrer em custos de falência e levando também os credores a elevarem suas exigências de retorno.

[5] MODIGLIANI, F.; MILLER, M. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *American Economic Review*, v.53, n.3, p.433-443, 1963.

Dessa forma, existe uma lógica de *trade-off* guiando as decisões de estrutura de capital da companhia, conforme representado pela Figura 2 (ALBANEZ, 2008): a estrutura ótima de capital é aquela que balanceia os benefícios fiscais da dívida (o chamado *tax shield*) com os custos de dificuldades financeiras.

Figura 2 – Esquematização da Teoria de *Trade-Off*



Fonte: Elaboração própria com base em Brigham, Gapensky e Ehrhardt (1999) e Assaf Neto (2012).

Há, nesse sentido, um nível-alvo de dívidas, ajustado conforme a lucratividade da empresa, acima do qual os custos de falência sobrepujariam os benefícios fiscais, fazendo com que a firma perdesse valor. Cabe ressaltar, entretanto, como Brigham, Gapensky, Ehrhardt (1999) explicitam, que os modelos de Trade-Off, apesar de seu rigor formal, possuem pouca comprovação empírica.

1.2.2 O Papel dos Custos de Agência

As relações de agência podem ser definidas como aquelas em que um principal faz um acordo com um agente, incumbindo-o de realizar tarefas em seu nome (JENSEN e

MECKLING, 1976). Um exemplo desse tipo de relação é a separação entre propriedade e controle corporativo, entre acionistas (principais) e gerentes (agentes). Todavia, o alinhamento de interesses entre administradores e acionistas é necessariamente imperfeito, dado que ambos agirão no sentido de maximizar suas próprias utilidades, sendo que os agentes não se beneficiam com o retorno total de suas ações, mas arcam com a totalidade dos custos caso elas falhem. Nas palavras de Harris e Raviv:

> "*Conflicts between shareholder and managers arise because managers hold less than 100% of the residual claim. Consequently, they do not capture the entire gain from their profit enhancement activities, but they do bear the entire cost of those activities.*" (HARRIS, RAVIV, 1991, p.300)

Os problemas de agência geram incentivos para que os administradores levem a cabo projetos que nem sempre maximizarão o valor da firma como é de interesse dos acionistas (ALBANEZ, 2008). Há, assim, uma tendência ao desperdício de caixa em extravagâncias como escritórios luxuosos, iniciativas megalomaníacas que aumentem o tamanho da corporação dirigida e outros projetos com valor presente líquido nulo ou negativo, quando, muitas vezes, o mais aconselhável seria a distribuição de recursos aos acionistas na forma de dividendos.

Com tal situação em mente, Jensen (1989) defende o estabelecimento de mecanismos que forcem os administradores a distribuírem caixa ao invés de reinvesti-lo em ineficiências operacionais. A solução, neste caso, é o endividamento da companhia, comprometendo-a com pagamentos regulares aos credores, diminuindo a quantidade de fluxo de caixa livre às discricionariedades do agente. Jensen (1989) defende uma visão das obrigações financeiras enquanto instrumentos disciplinadores – a ameaça de falência originada pela superalvancagem seria criadora do ambiente de crise necessário para que agentes cortem programas de investimento ruins, enxuguem custos e disponham de ativos que estarão melhores fora da firma, sendo estes os benefícios do endividamento.

O endividamento, por sua vez, também constitui uma relação de agência. Segundo Harris e Raviv (1991), conflitos entre credores e proprietários surgem pelo fato do contrato de dívida estimular os agentes a investirem de forma subótima. Acontece que o financiamento por capital de terceiros é acompanhado de um incentivo ao risco, onde são preferidos investimentos de alto retorno, mesmo com escassas probabilidades de sucesso. Caso o

investimento dê retornos extraordinariamente superiores ao custo da dívida, os proprietários capturam a maior parte desses ganhos. Se, entretanto, o investimento fracassar, os credores arcam com todos os custos, dado que os proprietários são defendidos pela estrutura de responsabilidade limitada. Nesse sentido:

> *"Equityholders may benefit from 'going for broke', i.e., investing in very risky projects, even if they are value-decreasing. Such investments result in a decrease in the value of the debt. The loss in value of the equity from the poor investment can be more than offset by the gain in equity value captured at the expense of debtholders."* (HARRIS; RAVIV, 1991, p.301)

Assim, Jensen e Meckling (1976) caracterizam os custos de agência como a soma dos gastos incorridos com o monitoramento das ações do agente e com a elaboração de contratos que delineiem suas obrigações e recompensem o principal em caso de mau-comportamento e à perda de residual de utilidade pelo descompasso entre as decisões do agente e o bem-estar do principal. Além dos custos de agência relacionados ao endividamento, há também que se considerar os custos de falência decorrentes do risco de superalavancagem.

Consequentemente, a estrutura ótima de capital é aquela que equaliza os custos de agência do endividamento aos benefícios dele derivados enquanto solução do conflito de agência proprietários-administradores (JENSEN; MECKLING, 1976). Ainda, os modelos de Custos de Agência possuem evidências empíricas de que a alavancagem está positivamente relacionada: ao valor da firma, à probabilidade de inadimplência, à extensão da regulação, à quantidade de fluxo de caixa livre, ao valor de liquidação, à possibilidade de aquisição da companhia e à importância dada à reputação corporativa. Por outro lado, está negativamente relacionada: às oportunidades de crescimento da firma, à cobertura de juros, ao custo de monitoração e à probabilidade de reorganização da companhia após *default* (HARRIS; RAVIV, 1991).

1.2.3 O Modelo de Assimetria Informacional

As teorias de assimetria informacional partem da constatação de que os gestores de uma companhia – os *insiders* – são melhores informados sobre sua real situação financeira do que investidores, inclusive em relação às oportunidades de retorno de investimentos e sua

capacidade de pagamento de dívidas (CIGONA, 2007). Nesse sentido, a falta de informações faz com que o mercado precifique erroneamente seus ativos, existindo casos em que a subavaliação de investimentos é tão severa que as firmas desistam de levar a cabo novos projetos. Em outras palavras:

> "[...] em situações onde a firma precise de novos financiamentos para projetos, a subavaliação do capital próprio reduz o valor arrecadado com a emissão de novas ações, representando uma perda para os acionistas da empresa, impossibilitando a execução de novos projetos." (CICOGNA, 2007, p.35)

Com isso em mente, Myers e Majluf (1984)[6] afirmam não existir uma estrutura de capital ótima para a companhia, mas sim uma ordem hierárquica na escolha entre as fontes de capital "baseada na informação transmitida ao mercado por cada título emitido, sendo preferíveis os títulos menos sensíveis à informação" (ALBANEZ, 2008, p.23). As firmas darão preferência ao financiamento com recursos internos, ou seja, lucros retidos e fluxos de caixa de depreciação. Apenas quando os fluxos internos se mostram insuficientes que se recorre ao financiamento externo – sendo, então, a captação de dívidas de baixo risco preferível à emissão de novas ações. Tal lógica ficou conhecida na literatura como a teoria de *Pecking Order* das fontes de financiamento (HARRIS; RAVIV, 1991).

As escolhas de estrutura de capital tornam-se, então, um método de sinalização de informações privadas dos *insiders* ao mercado. A teoria prediz que a emissão de novas dívidas transmite informações positivas ao mercado sobre as possibilidades de crescimento e financiamento da companhia, reduzindo a assimetria informacional. Por outro lado, a emissão de novas ações traduz-se em uma sinalização negativa, sendo acompanhada de uma percepção de que as ações estão sobreavaliadas.

Assim, pode-se constatar entre as principais implicações da teoria de *Pecking Order*: (i) enquanto o financiamento de investimentos por fundos pouco sensíveis às informações (recursos internos e dívida) não têm efeito sobre os preços das ações, o anúncio da emissão de ações faz com os preços das ações já existentes caiam; (ii) novos projetos tendem a ser financiados por fontes internas ou dívidas de baixo risco; (iii) a subavaliação dos ativos da companhia é menor após a divulgação de informações por parte da companhia, como

[6] MAYERS, S.; MAJLUF, N. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, v.13, p.187-221, 1984.

demonstrações financeiras, sendo este o período mais indicado para a emissão de ações; (iv) o problema de subavaliação de uma companhia será tão maior quanto maior for a sua proporção de ativos intangíveis em relação aos ativos tangíveis, fazendo com que tais companhias tendam a ser mais alavancadas (HARRIS; RAVIV, 1991). A teoria da *Pecking Order* prevê, portanto, que a alavancagem está positivamente relacionada à assimetria de informações, ao passo que está negativamente relacionada à lucratividade da companhia.

De acordo com Cicogna (2007), evidências empíricas têm indicado que as decisões de estrutura de capital vão além da ideia de sinalização proposta pela teoria de *Pecking Order*. Ainda que a assimetria informacional seja relevante, tais evidências sinalizam que os níveis de endividamento são em grande parte função das características financeiras das companhias.

1.2.4 Decisões de Estrutura de Capital para Empresas Brasileiras

Conforme explicitado por Brito, Corrar e Batistella (2007) as teorias de estrutura de capital foram elaboradas em mercados desenvolvidos, em ambientes econômicos com condições distintas às encontradas por companhias brasileiras. Diferentemente das economias desenvolvidas, no Brasil são encontradas algumas ineficiências que são determinantes às decisões de financiamento dessas companhias. Dentre tais imperfeições, destacam-se:

> "[...] o mercado de capitais restrito, a elevada concentração do controle acionário das empresas e a forte restrição de fontes de capital de terceiros de longo prazo. Adicionalmente, as elevadas taxas de juros tornam os custos de financiamento bastante significativos, fazendo com que as empresas no Brasil apresentem baixos níveis de endividamento. Outra característica do mercado brasileiro é o fato de o custo de capital de terceiros não ser função apenas no risco do tomador, mas também da natureza da fonte de financiamento." (BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2007, p.11)

Consequentemente, é de se esperar que as decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras não sejam guiadas pelas mesmas lógicas. Eid Junior (1996), após realizar um *survey* entre 161 companhias brasileiras, concluiu prevalecer no mercado brasileiro uma escolha oportunista das fontes de financiamento. Independente dos conceitos teóricos acima tratados, as empresas comparam as condições de mercado para a contração de empréstimos aos custos e benefícios do capital próprio. Em segundo lugar, caso as condições

não sejam favoráveis, as companhias seguem uma lógica de *Pecking Order* diferenciada. Financiamentos bancários são a primeira fonte a ser buscada para o financiamento de novos projetos e, caso não sejam acessíveis, a firma recorre primeiramente à emissão de ações e só em último caso à utilização dos lucros.

Entre outras pesquisas de destaque no panorama nacional pode-se citar Perobelli e Famá (2002), Nakamura *et all.* (2007), Brito, Corrar e Batistella (2007) e Albanez (2008).

Uma das grandes dificuldades na análise empírica em finanças está no fato de muitas de suas variáveis não serem diretamente observáveis – como é o caso do custo de capital e dos determinantes da estrutura de capital – sendo necessário o uso de aproximações ou *proxies*, nem sempre perfeitas (PEROBELLI e FAMÁ, 2002; LIMA, 2007a). Com tal dificuldade em mente, Perobelli e Famá (2002), propõem a aplicação do método de Modelagem Estrutural Linear para testar a influência de uma série de atributos[7] sobre os níveis de endividamento das companhias abertas brasileiras entre 1995 e 2000. Dentre os principais resultados, encontram a existência de uma relação significante e negativa entre endividamento de curto prazo e as variáveis de tamanho e crescimento dos ativos – evidências da propensão de empresas menores ao endividamento de curto prazo, possivelmente uma consequência da dificuldade encontrada por tais empresas na obtenção de financiamento de longo prazo no país.

Nakamura *et all.* (2007), após analisarem empiricamente os determinantes do endividamento de 91 empresas brasileiras entre 1998 e 2003, chegam a resultados relativamente alinhados às conclusões de Eid Júnior (1996). Dentre os principais resultados pode-se citar a relação negativa entre endividamento e as variáveis de liquidez, rentabilidade, possibilidades de crescimento e risco do negócio, bem como a relação positiva entre endividamento e tamanho das empresas e crescimento das vendas. Conforme ressaltam, tratam-se de indícios de que o "comportamento dos tomadores de decisão das empresas brasileiras segue, portanto, a lógica de escolha de flexibilidade e controle (Pecking Order), mas com uma dinâmica de ajuste de grau de endividamento ótimo de curto prazo (Trade-off)" (NAKAMURA *et all.*, 2007, p.83).

[7] As características testadas incluem a estrutura dos ativos, posse de benefícios fiscais que não os gerados por endividamento, expectativas de crescimento, singularidade das atividades, tamanho, volatilidade de resultados e lucratividade (PETROBELLI E FAMÁ, 2002).

Mais adiante, Brito, Corrar e Batistella (2007) propõem uma investigação da estrutura de capital das 500 maiores empresas atuantes no Brasil entre 1998 e 2002, com base em dados da Fipecafi – Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis. Os níveis de alavancagem são testados para os fatores citados como centrais pela teoria, sendo eles: rentabilidade, risco, tamanho, composição dos ativos, expectativas de crescimento e tipo de capital. Neste caso, no entanto, a teoria de *Pecking Order* não se sustenta empiricamente, dado que uma das principais conclusões é a insignificância da relação entre rentabilidade e estrutura de capital para as empresas analisadas. Por outro lado, confirma-se a caracterização das variáveis de risco, tamanho, composição dos ativos e expectativas de crescimento enquanto fatores determinantes dos níveis de alavancagem das companhias.

Albanez (2008), por sua vez, foca nos impactos da assimetria informacional sobre as decisões de estrutura de capital. Para isso, a autora analisa 133 companhias brasileiras de capital aberto, testando seus níveis de endividamento para diversas proxies de assimetria informacional como a liquidez das ações, adesão aos níveis de governança corporativa da Bovespa e emissão de ADR's na Bolsa de Nova York.

Ao efetuar a análise para a alavancagem de curto prazo, os coeficientes relativos ao nível de governança corporativa são os mais significativos dentre as variáveis de assimetria informacional, indicando que quanto menor o nível de assimetria, menor o endividamento das empresas. Conforme Albanez (2008) ressalta, trata-se de um resultado consoante à lógica de preferência pelo financiamento com recursos internos predita pela teoria de *Pecking Order*.

Todavia, ao repetir o teste para endividamento de longo prazo, os coeficientes das variáveis de governança corporativa e emissão de ADR's na Bolsa de Nova York mostram-se significativos com um sinal inverso ao teste de curto prazo – indicando que quanto menor a assimetria de informações, maior o endividamento das empresas analisadas. Neste caso, Albanez propõe uma hipótese alternativa: empresas com níveis inferiores de assimetria informacional permitem que a avaliação de seus riscos seja feita com mais facilidade pelos credores, reduzindo os custos de seleção adversa embutidos no custo do empréstimo. A menor assimetria favoreceria, portanto, a capacidade de financiamento das companhias com capitais de terceiros. Mais adiante, a autora propõe a relação desse resultado com o caráter incipiente das linhas de financiamento de longo prazo no Brasil: empresas com menor assimetria informacional poderiam ter maior acesso a mercados onde a sensibilidade à informação é

maior, como os de divida de longo prazo e acionário, reduzindo o endividamento de curto prazo.

Os resultados empíricos obtidos recentemente na literatura brasileira indicam que as condições econômicas, bem como as características individuais das companhias, como reputação, rentabilidade e tamanho, influem na sua estrutura de capital. Tais características podem ser utilizadas para minimizar os problemas decorrentes do ambiente econômico e institucional, como será tratado no próximo capítulo.

CAPÍTULO 2

AS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Neste capítulo, dando continuidade à fundamentação teórica do problema de pesquisa, busca-se revisitar as teorias que embasam as práticas de governança corporativa, bem como fornecer um panorama de sua situação atual no Brasil.

2.1 Problemas do Ambiente Corporativo e Institucional

As transações financeiras, ao envolverem o adiantamento de recursos por parte de um credor/investidor mediante a promessa de pagamentos futuros acrescidos de um retorno por um tomador/gerente, são de uma natureza intrinsecamente imperfeita. Conforme foi discutido no capítulo 1, os tomadores/gerentes são os únicos que conhecem a real distribuição de retornos da transação a ser financiada, de forma que a promessa de pagamentos futuros depende não só do ambiente econômico e da qualidade da empresa, mas também do empenho dos tomadores em cumpri-la. De tal assimetria informacional decorrem dois outros problemas: a seleção adversa de agentes e o risco moral.

O "problema dos limões", como ficou conhecido o risco de seleção adversa na literatura, surge pela incapacidade dos credores/investidores em discernir os bons dos maus-tomadores. Nessa situação onde os investidores não conseguem diferenciar a qualidade dos tomadores, surge o risco de escolherem um tomador de alto risco confundindo-o por um de qualidade. Este risco de seleção adversa leva os investidores a avaliarem todas as propostas pela média (HEALY E PALEPU, 2001). Trata-se de um cenário, todavia, que onera excessivamente os tomadores de qualidade com elevados custos de capital, ao passo que é benevolente com os tomadores de alto risco, cujas exigências de retorno deveriam ser superiores. Conscientes de que tal custo de capital não é coerente com o seu grau de risco, há uma tendência progressiva dos bons tomadores deixarem o mercado – que continua povoado de maus-tomadores, ou "limões", eliminando a possibilidade de efetuar transações (CICOGNA, TONETO JUNIOR E VALLE, 2007).

A segunda – mas não menos importante – consequência da assimetria de informações é o problema do risco moral, ou seja, a possibilidade do tomador não agir de acordo com os interesses do investidor, dada a inerente existência de interesses conflitantes entre os agentes. Tais problemas surgem sempre que há a separação entre propriedade e controle no processo de decisão, sendo também conhecidos como problemas de agência (tema amplamente discutido na seção 1.2.2). Conforme Silveira (2002), Murcia (2009) e Rogers, Securato e Ribeiro (2008), a existência de problemas de agente-principal não se limita a gestores e investidores, havendo também uma relação conflituosa dentro da própria base de investidores de uma companhia.

Tal conflito interacionistas é suscitado pela concentração da propriedade da empresa, dado que o bloco de controle usualmente tem influência sobre a gestão e acesso às informações privilegiadas da companhia (SILVEIRA, 2002). Nesta posição, os acionistas majoritários poderiam fazer uso de sua posição privilegiada para perseguir objetivos que nem sempre estariam no melhor interesse de todos os investidores da companhia. Dentre as principais práticas de expropriação dos minoritários, pode-se citar: (i) a sobreposição entre controle e gestão, (ii) pagamentos excessivos de salários ou outros benefícios, (iii) autonominações e nepotismo para cargos nos conselhos e outros órgãos corporativos, (iv) transações a preços privilegiados com empresas do grupo controlador e (v) concessão de empréstimos a partes relacionadas em condições privilegiadas (ROGERS, SECURATO E RIBEIRO, 2008).

Em decorrência das imperfeições de mercado, os agentes passam a exigir a criação de contratos perfeitos para participarem das transações. (CICOGNA, TONETO JUNIOR E VALLE, 2007). No entanto, a elaboração de tais contratos e sua monitoração elevam demasiadamente os custos transacionais, o que acaba por inviabilizar parte desses acordos. Neste caso, ainda haveria demanda no mercado de crédito disposta a arcar com exigências superiores de retorno – não haveria, entretanto, oferta de recursos frente aos riscos demasiadamente elevados. A economia chegaria, assim, a uma situação de racionamento de crédito (STIGLITZ E WEISS, 1989), uma situação marcada pelo entrave ao desenvolvimento financeiro.

Além das imperfeições de mercado, existe outra esfera cujas deficiências impactam o acesso das empresas às fontes de financiamento: a esfera institucional, a qual compete o

desenvolvimento de leis que impeçam a expropriação dos investidores pelos agentes. Dessa maneira, o ambiente legal é determinante crucial do tamanho e amplitude do mercado de capitais. Conforme explicitado por Silveira (2002), os títulos são definidos não só pelos fluxos de caixa futuros que gerarão, mas também pelos direitos e garantias que conferem aos seus detentores, dado que os investidores só receberão os fluxos a que têm direito porque possuem certos poderes.

Nesse sentido, a existência de um sistema que garanta a aplicação efetiva das leis – o seu *enforcement* – torna-se tão importante quanto a existência das leis em si. De acordo com Cicogna, Toneto Junior e Valle (2007, p.54), "uma lei que penaliza ações fraudulentas necessita ser aplicada corretamente para conseguir atingir o objetivo de evitar fraudes, caso contrário, apesar dela existir, os administradores continuarão se envolvendo em fraudes". Países que falham em proteger seus investidores são marcados pela alta concentração da propriedade, dado que a pulverização acionária é dificultada pela alta probabilidade de expropriação dos acionistas devido às imperfeições de mercado. Tal *enforcement* seria baseado em dois grandes pilares: as características do sistema judiciário e a eficiência de suas cortes.

A efetividade das cortes está relacionada ao seu grau de especificidade e à sua independência do poder executivo, uma vez que a morosidade nos julgamentos pode estimular o descumprimento da lei. Já a importância das características do sistema judiciário justifica-se por alguns sistemas jurídicos serem mais favoráveis aos investidores do que outros. Conforme tratado em La Porta *et all.* (1998), países cujas leis são baseadas no sistema *Common Law* (sistema de direito anglo-saxão) tendem a fornecer um grau de proteção consideravelmente maior a seus investidores em comparação ao sistema *Civil Law* (baseada na tradição do direito romano). Tal distinção é explicada pelo fato do direito romano se restringir ao que está formalmente previsto em seus códigos teóricos, enquanto o direito anglo-saxão baseia-se mais na essência dos fatos para determinar a aplicabilidade da lei, favorecendo sua adaptação às mudanças do ambiente econômico (MURCIA, 2009).

Em comparação aos países com baixa proteção aos investidores, Silveira (2002) indica que os países de *Common Law* possuem:

- Mercados acionários mais desenvolvidos, com maior quantidade de companhias abertas e de capitalização superior;
- Base acionária pulverizada;
- Maiores taxas de ofertas públicas iniciais de ações;
- Elevado *pay-out* de dividendos;
- Mercados de crédito mais amplos.

Por outro lado, países com baixa proteção aos direitos são marcados pela concentração da base acionária em poucos investidores, dado que a ausência de garantias inibe os pequenos investidores a aplicarem seus recursos no financiamento corporativo (SILVEIRA, 2002). Nesses países, tornam-se comuns as práticas de capitalização da companhia com a manutenção da estrutura de controle, dentre as quais a venda de ações com direito de voto limitado, a utilização de estruturas de *holdings* piramidais[8] e de propriedade cruzada entre um grupo de empresas são as mais comuns. Logo, ao passo que nos países de *Common Law* a pulverização da base acionária suscita predominantemente o conflito de agência entre gerentes e acionistas, nos países *Civil Law* prevalece o conflito entre acionistas controladores e minoritários (MURCIA, 2009).

De acordo com Cicogna, Toneto Junior e Valle (2007):

> "[...] o grau de desenvolvimento financeiro de um país está diretamente relacionado à adequação de seu sistema legal e ao bom funcionamento do sistema judiciário (*enforcement*). A existência de leis adequadas no mercado financeiro contribui para a redução de custos na obtenção de informações, elaboração de contratos e mesmo para o *enforcement*, facilitando as transações financeiras." (CICOGNA, TONETO JUNIOR E VALLE, 2007, p. 55)

Desta forma, segundo a abordagem legal, garantir a proteção aos investidores seria um meio para aprofundar o desenvolvimento financeiro, uma vez que, a minimização dos riscos de expropriação faria com que os investidores reduzissem suas exigências de retorno. Em resumo, é nesse cenário – de necessidade de aplacar as imperfeições de mercado e restaurar a

[8] Estruturas de *holdings* piramidais são montadas através da sobreposição de empresas, uma com poder de controle sobre a outra. Neste formato, o controlador final diminui sua exposição econômica aos fluxos da empresa na base da pirâmide, mas continua com o controle político da companhia mesmo detendo uma pequena parcela de seu capital total (SILVEIRA, 2002).

confiança dos investidores no alinhamento de interesses nas transações financeiras – que surge a discussão sobre a governança corporativa – tema da próxima seção.

2.2 Governança Corporativa

Devido à assimetria informacional e aos conflitos de agência, é essencial que os investidores cerquem-se do maior número possível de instrumentos para evitarem a expropriação por parte dos gestores. Como um possível remédio a esses problemas surgem as práticas de governança corporativa (MURCIA, 2009). De forma geral, a governança corporativa pode ser entendida como o conjunto de mecanismos (sejam eles de incentivos ou de monitoramento) que objetivam controlar atitudes oportunistas, alinhando os interesses de gestores e acionistas.

O debate sobre governança corporativa tem início em 1932, quando um estudo de Berle e Means[9] identifica a existência do conflito de agência entre acionistas e gestores. Todavia, é só a partir do início do século XXI que o tema começa a receber o seu devido destaque, principalmente como resposta aos escândalos corporativos que marcaram os anos 2000, como a falência de empresas como Enron, Worldcom e Tyco após a divulgação de falsas informações financeiras aos investidores (CICOGNA, 2007). Desde então, o aprofundamento das práticas de governança corporativa tem se disseminado enquanto item fundamental na agenda de empresas e investidores pelo mundo. De acordo com uma pesquisa realizada pela McKinsey & Company em parceria com o Banco Mundial, investidores buscam empresas com mecanismos de governança bem-estruturados, estando dispostos a pagar um prêmio entre 18% e 28% em ações dessas companhias (SILVEIRA, 2002).

2.2.1 Pilares da Governança Corporativa

Em linhas gerais, a boa governança corporativa é fundamentada em três pilares básicos: (i) conjunto de regras e leis; (ii) os mecanismos de *enforcement* das regras; e (iii) a transparência.

[9] Berle, A.; Means, G. (1932) – *The Modern Corporation and Private Property*.

Em vistas da equidade no tratamento entre todos os *stakeholders* da companhia, defende-se a elaboração de um conjunto de regras e mecanismos que garantam o alinhamento de interesses entre gestores, investidores (controladores e minoritários) e credores. Dentre as regras mais comuns defendidas pelas boas práticas de governança corporativa incluem-se: (i) a estruturação de um conselho de administração independente da diretoria; (ii) a garantia de direito de voto a todos acionistas (princípio de "uma ação = um voto"); (iii) a proteção aos direitos dos minoritários como o direito de *tag-along* em caso de aquisição e preservação da liquidez dos títulos com um mínimo de ações em circulação e (iv) a auditoria financeira/fiscal elaborada por empresas independentes (IBGC, 2009).

Cabe ressaltar o papel fundamental do Conselho de Administração enquanto mecanismo de governança, uma vez que este é o principal dispositivo interno para a redução dos custos de agência (SILVEIRA, 2002). Ao Conselho de Administração competem as tarefas de ratificação das escolhas nas decisões da alta gestão e a monitoração dos gestores no sentido de mensuração do desempenho. Nesse sentido, é de extrema importância que o Conselho Administrativo seja composto em sua maioria por conselheiros externos profissionais, de forma a aumentar a efetividade do processo decisório e reduzir a probabilidade de conluio entre o Conselho e os executivos com o objetivo de expropriar a riqueza dos acionistas.

Conforme discutido ao longo da seção 2.1, mais do que a existência de regras e leis que impeçam a expropriação dos investidores, a existência de dispositivos que garantam a aplicação de tais regras é essencial, sendo este o segundo pilar das boas práticas de governança corporativa. Em outras palavras:

> "Mesmo que o quadro legal pareça adequado, existe a necessidade do *enforcement* para que o sistema legal exerça sua função, isto é, requer-se um sistema judiciário, ou mesmo mecanismos privados, que garanta o pleno e pronto cumprimento da lei sem dúvidas em relação a sua interpretação." (CICOGNA, TONETO JUNIOR E VALLE, 2007, p. 55)

Assim, em situações nas quais o sistema judiciário não é completamente adequado, pecando pela ineficiência e morosidade, recomenda-se o desenvolvimento de mecanismos

privados para a execução das regras de governança, como o estabelecimento de câmaras de arbitragem[10] (CARVALHO, 2002).

Além da elaboração de regras que regem as práticas de governança corporativa e mecanismos que garantam seu *enforcement*, a transparência também é um princípio fundamental da governança corporativa (CARVALHO, 2002; IBGC, 2009). A ideia subjacente é de que a prática do *disclosure* de informações não só reduz a assimetria informacional, nivelando as informações entre os participantes do mercado e consequentemente mitigando o risco de seleção adversa, mas também possibilita o monitoramento dos gerentes, aplacando similarmente os conflitos de agência. Com a contenção da vantagem informacional dos *insiders*, a transparência aumenta a visibilidade da empresa, reduz os custos de processamento das informações e incentiva a procura dos investidores por ações (inclusive de capital estrangeiro) (MURCIA, 2009). Já do ponto de vista dos credores, melhores níveis de *disclosure* levam à redução das incertezas quanto ao risco de *default*, avaliado pelos investidores externos a partir das informações disponíveis no momento do financiamento, sendo compatíveis com menores custos de captação (LIMA, 2007a; SENGUPTA, 1998).

A ideia da transparência associa-se a disponibilidade de informações confiáveis e relevantes sobre o desempenho financeiro e operacional da companhia, divulgadas tão logo elas são descobertas e de maneira abrangente e irrestrita (LIMA, 2007a). Trata-se neste caso não só do *disclosure* obrigatório exigido por lei, mas também do *disclosure* voluntário de informações relevantes aos participantes do mercado.

Em linhas gerais, a divulgação obrigatória compreende a exigência por lei da publicação periódica de demonstrações financeiras certificadas por auditores independentes. O *disclosure* voluntário, por sua vez, envolve, entre outros, o compartilhamento de fatos relevantes, de relatórios anuais abrangentes, de comentários da administração e de demonstrações financeiras em padrões contábeis internacionais (como o IFRS, por exemplo) ao invés do método GAAP local. Cabe ressaltar, trata-se não apenas de divulgar todas as

[10] Câmaras de arbitragem são foros privados especializados na administração e arbitragem de conflitos e outros litígios. No mercado brasileiro, destaca-se a Câmara de Arbitragem do Mercado da BM&FBOVESPA, a qual conta com a adesão de 180 companhias de capital aberto (CARVALHO,2002; BM&FBOVESPA, 2014, disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/download/empresas-que-aderiram-a-camara.pdf).

informações disponíveis da companhia – dado que isso é custoso e poderia confundir o usuário – mas sim de informações relevantes para a tomada de decisão principalmente dos pequenos investidores, os quais não têm acesso às informações privadas e precisam garantir a observância dos seus direitos sobre os fluxos da companhia (MURCIA, 2009). Trata-se, portanto, de um importante elemento de diferenciação, favorável às empresas que o pratica.

Entretanto, na medida em que o *disclosure* voluntário é baseado na discricionariedade dos agentes em compartilhar as informações, suscitam-se questionamentos quanto à sua credibilidade (HEALY E PALEPU, 2001). A reputação dos gestores, todavia, acaba sendo fator determinante à garantia da veracidade de tais informações. Em outras palavras:

> *"Because managers have incentives to make self-serving voluntary disclosures, it is unclear whether management disclosures are credible. There are potentially two mechanisms for increasing the credibility of voluntary disclosures. First, third-party intermediaries can provide assurance about the quality of management's disclosures. Second, there can be validation of prior voluntary disclosures through required financial reporting itself. For example, managers' forecasts of revenues and earnings can be verified using actual realizations. This mechanism will be effective in making disclosures credible if there are adequate penalties for managers that knowingly make disclosures that are subsequently proven false."* (HEALY E PALEPU, 2001, p. 425)

De acordo com Murcia (2009), um *disclosure* de qualidade aumentaria a atratividade da companhia pelas seguintes razões: (i) investidores institucionais seriam atraídos pelo aumento de liquidez decorrente de um nível superior de divulgação; (ii) serviria como um importante mecanismo de governança corporativa, podendo ser utilizado para monitorar as atividades dos gestores; (iii) receberiam uma maior cobertura de analistas, possuindo uma maior gama de possíveis investidores. Ademais, evidências empíricas indicam que a prática do *disclosure* voluntário é associada a uma redução nos custos de capital próprio e de terceiros (SENGUPTA, 1998; BOTOSAN, 2000; HAIL, 2001; VERRECCHIA, 2001; NAKAMURA *et all.*, 2006; LIMA, 2007a).

A combinação dos três pilares discorridos nesta seção compreenderia as boas práticas de governança corporativa. De acordo com Aguiar, Corrar e Batistella (2004), a adoção das normas e recomendações de governança corporativa é acompanhada de uma ampla gama de benefícios, tanto para empresas quanto para investidores. Nesse sentido, as empresas

desfrutariam de uma melhoria na imagem institucional, aumento na demanda pelas ações e consequentes ganhos de liquidez, valorização desses títulos e uma redução no custo de capital. Os investidores, por sua vez, usufruiriam de maior precisão na precificação de ações, melhorias no processo de monitoramento, garantia dos direitos societários, redução de risco, maior canalização de poupanças ao financiamento corporativo e dinamização dos mercados de capitais.

2.3 A Governança Corporativa no Brasil

Conforme foi exposto, os sistemas de governança corporativa adotados por cada empresa são diretamente influenciados pelas instituições econômicas e legais dos países em que atuam. Dessa forma, em função das peculiaridades dos ambientes empresariais de cada país, existe uma multiplicidade de modelos de governança corporativa pelo mundo (SILVEIRA, 2002).

Dada a impossibilidade de categorizar todos os modelos, Andrade e Rossetti (2007) propõem a generalização dos sistemas de governança corporativa em dois grandes grupos, os quais serviriam de referência aos demais países. São eles o *Outsider System* e o *Insider System*.

O *Outsider System,* conhecido também como modelo Anglo-Saxão de governança corporativa, é baseado no sistema jurídico de *Common Law*. Dessa forma, sua principal marca é a dispersão da estrutura de propriedade em uma ampla base de acionistas, os quais tipicamente se mantêm fora do dia-a-dia da companhia – a gestão é legada a profissionais contratados e seu foco é a maximização de valor aos acionistas. Ao mesmo tempo, é comum a presença ativa de grandes investidores institucionais, como fundos de pensão e de previdência. Além disso, o mercado de ações tem um importante papel no financiamento corporativo, assim como a efetiva existência de um mercado de aquisições hostis de controle possui um papel importante no monitoramento da gerência.

Em contraposição ao *Outsider System*, Andrade e Rossetti (2007) indicam a existência do *Insider System*, também classificado como o modelo de governança corporativa da Europa Continental e Japão. Trata-se de um modelo cuja principal marca é a estrutura de propriedade

empresarial concentrada em grandes acionistas, comumente controlada por famílias ou pelo Estado – sendo que tais controladores muitas vezes comandam diretamente as atividades diárias da companhia. A existência de grandes grupos e conglomerados altamente diversificados também é algo comum no cenário empresarial. Os investidores institucionais, neste caso, são de porte e ativismo diminutos, assim como o mercado acionário. O financiamento corporativo, então, é legado ao mercado de dívidas e títulos. Além disso, a gestão é voltada não só ao interesse dos acionistas, mas também ao de todas as partes interessadas, inclusive *stakeholders* não-financeiros, como funcionários da companhia.

A partir de uma pesquisa realizada pela McKinsey & Company e Korn/Ferry International (2001) é possível afirmar que o modelo atual de governança corporativa brasileiro encontra-se muito mais próximo do *Insider System* do que do *Outsider System*. Tal modelo é caracterizado em cinco dimensões: (i) estrutura de propriedade; (ii) relação entre propriedade e gestão executiva; (iii) estrutura do conselho; (iv) pessoas e (v) conselho.

Em linhas gerais, a estrutura de propriedade das companhias brasileiras se destaca pela alta concentração da propriedade (com os três maiores acionistas possuindo cerca de 85% das ações ordinárias totais), pelo controle corporativo detido por famílias, pequenos grupos de investidores ou pelo Estado e pela inatividade dos acionistas minoritários, cujos interesses não são reconhecidos no processo decisório (MCKINSEY & COMPANY E KORN/FERRY INTERNATIONAL, 2001). De acordo com Silveira (2002), tais características são consequência direta do ambiente jurídico brasileiro, o qual provê um baixo nível de proteção aos investidores. Por haver grandes chances de expropriação por parte dos acionistas majoritários, o controle da empresa torna-se algo valioso, evidenciado pelo fato das aquisições do bloco de controle serem historicamente realizadas com o pagamento de um prêmio (MURCIA, 2009).

Além das ações ordinárias serem altamente concentradas, são práticas comuns do mercado brasileiro a estruturação de esquemas de *holdings* piramidais e a emissão de ações preferenciais sem direito a voto, sendo estes mecanismos cruciais na separação entre propriedade e controle corporativo. Segundo Silveira (2002), tais mecanismos resultam em uma situação na qual os controladores são, na realidade, acionistas minoritários das empresas controladas – uma mistura de "muito poder com baixa alocação de recursos na empresa" (SILVEIRA, 2002, p.32).

Como consequência direta da estrutura acionária, a relação entre propriedade e gestão executiva é marcada pela sobreposição das esferas. Dessa forma, os acionistas mostram-se frequentemente envolvidos diretamente nas tarefas corriqueiras de caráter executivo.

Lógica similar seguem os quesitos de estrutura do conselho, pessoas envolvidas e processos do conselho, os quais são marcados por estruturas informais, escassez de conselheiros externos e profissionais, defesa dos interesses dos acionistas controladores e sobreposição entre os papéis do conselho e da gestão executiva. Consecutivo à concentração do poder verifica-se que os Conselhos Administrativos brasileiros possuem baixa independência em relação aos acionistas controladores, uma vez que estes têm o direito de indicar a ampla maioria dos conselheiros. No geral, os conselheiros indicados são externos à companhia, mas não são profissionais: são frequentemente nomeados por motivos políticos ou pessoais, resultando em baixa quantidade de informações sobre a empresa e em conflitos de interesse pela defesa de algum acionista específico (SILVEIRA, 2002). Somando-se esses fatores à ausência de remuneração variável nos conselhos – prática motivadora de desempenho – verifica-se que os Conselhos de Administração brasileiros possuem papel meramente consultivo e figurativo, ao contrário do proposto pelas boas práticas de governança corporativa.

Mudanças ocorridas na década de 1990, como o aumento da estabilidade econômica, a redução do protecionismo, o acirramento da competição e as maiores dificuldades na obtenção de financiamentos estatais, têm pressionado o modelo brasileiro de governança corporativa. A necessidade da obtenção de financiamentos a baixos custos tem estimulado as empresas brasileiras a melhorarem suas práticas de governança, principalmente no que tange à estrutura do conselho, transparência das informações e defesa dos direitos dos minoritários (SILVEIRA, 2002). Além do movimento voluntário das corporações, algumas iniciativas institucionais e governamentais ocorridas entre as décadas de 1990 e 2000 têm contribuído para a evolução das práticas de governança corporativa no Brasil, dentre as quais:

- A fundação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC em 1995, responsável pela disseminação do tema através da divulgação do "Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa" e de pesquisas sobre o assunto;

- A reformulação da Comissão de Valores Mobiliários – CVM e da Lei das S.A.'s;
- A criação em 2000, pela BM&FBOVESPA, dos níveis diferenciados de governança corporativa;
- Determinação da obrigatoriedade da adoção dos padrões IFRS para a divulgação de demonstrações financeiras nas empresas abertas (em 2007) e nas pequenas e médias empresas (2010).

De acordo com Rogers, Securato e Ribeiro (2008), o estabelecimento dos níveis diferenciados de governança corporativa pela BM&FBOVESPA é considerado um dos maiores esforços realizados a favor da melhoria das práticas de governança no país. Tratam-se, em resumo, de segmentos especiais de listagem das companhias, que visam destacar as empresas que voluntariamente aderissem a eles – um "selo de qualidade" que indica o comprometimento com as boas práticas de governança e transparência das empresas que assinassem o contrato de adesão junto à BM&FBOVESPA (CARVALHO, 2002). Segundo Aguiar, Corrar e Batistella (2004):

> "Basicamente, buscou-se por meio dessa medida dar maior transparência ao mercado de capitais como forma de atrair mais investidores, e, por conseguinte, aumentar o volume de transações. Em particular, para as empresas que se adaptassem às novas regras, havia expectativa de melhores preços por suas ações e, como consequência, maior retorno sobre o patrimônio líquido; além de, ao longo do tempo, custos de captação reduzidos." (AGUIAR, CORRAR E BATISTELLA, 2004, p. 339)

Em linhas gerais, compreendem cinco segmentos distintos de listagem, cujas exigências na adoção de práticas diferenciadas de governança são crescentes. São eles: Bovespa Mais II, Bovespa Mais[11], Nível I, Nível II e Novo Mercado.

[11] A Bovespa Mais e a Bovespa Mais Nível 2 são segmentos de listagem desenvolvidos para pequenas e médias empresas que desejam acessar o mercado de forma gradativa. Nesse sentido, permitem a listagem de companhias sem que necessariamente haja uma oferta de ações (IPO), a qual pode ser efetuada em até sete anos, apenas com o prévio comprometimento da companhia com determinadas regras de Governança Corporativa. São segmentos relativamente recentes, sendo que apenas o Bovespa Mais possui companhias listadas, são elas: Altus, BIOMM, Desenvix Energias Renováveis, Norteq Química, Quality Software, CAB Ambiental, Maestro Frotas, Nutriplant e Senior Solution, das quais apenas as duas últimas efetivamente realizaram uma oferta de ações e são negociadas em bolsa.

A adesão das companhias ao Nível I indica o seu comprometimento com melhorias no *disclosure* das informações ao mercado e com a dispersão da base acionária (SILVEIRA, 2002). Entre suas principais regras, cita-se:

- Manutenção de uma parcela mínima de 25% de ações em circulação (*free-float*);
- Melhoria nas informações divulgadas a cada trimestre, incluindo a exigência de consolidação e revisão especial;
- *Disclosure* de operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa, seguindo regras específicas de transparência;
- Divulgação de acordo de acionistas e programas de *stock options*;
- Disposição de um calendário anual de eventos corporativos.

As companhias que escolhem listar-se no Nível II comprometem-se com, além das regras contidas no Nível I, algumas práticas mais abrangentes de governança. São elas:

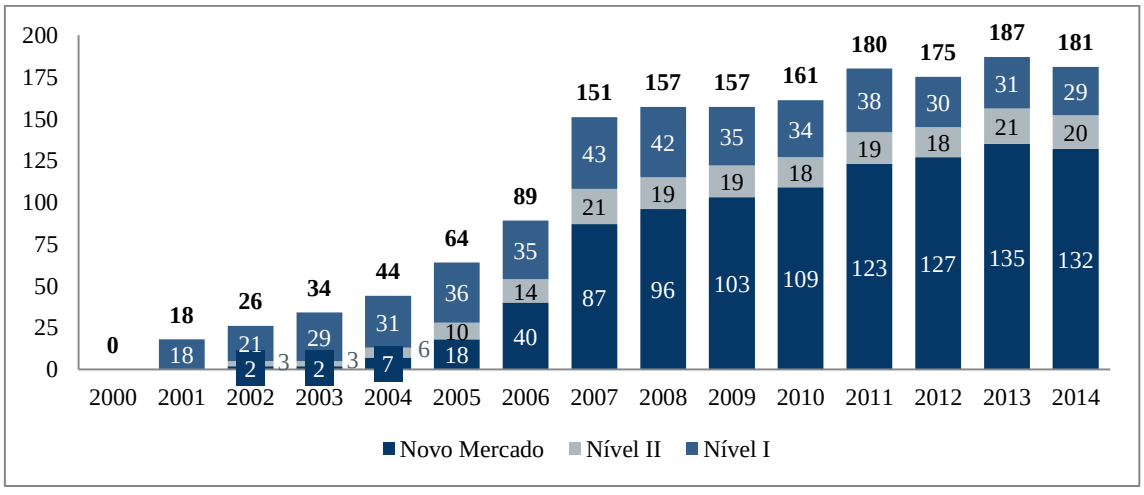
- Mandato unificado de um ano para todo o Conselho de Administração;
- Extensão das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia (direito de *tag-along*) para todos os acionistas detentores de ações ordinárias e de, no mínimo, 70% desse valor para os detentores de ações preferenciais;
- Concessão de direito de voto para ações preferenciais em alguns assuntos em que possa haver conflito de interesse entre o controlador e a companhia, como transformação, incorporação, cisão e fusão da empresa e aprovação de contratos entre a companhia e partes relacionadas, entre outros;
- Obrigatoriedade de realização de oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nos casos de fechamento de capital e cancelamento do registro de negociação nesse nível (regra de *poison pill*);
- Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para a resolução de conflitos societários.

O Novo Mercado, por sua vez, exige que as empresas listadas adotem não só as exigências dos Níveis I e II, mas que também possuam apenas ações ordinárias em sua

estrutura de capital – excluindo, assim, o papel das ações preferenciais. Em resumo, a listagem em Novo Mercado envolve a adoção de uma ampla gama de práticas de governança, com regras no que tange à estrutura dos Conselhos Administrativos, compromisso com os direitos dos minoritários e *disclosure* informacional.

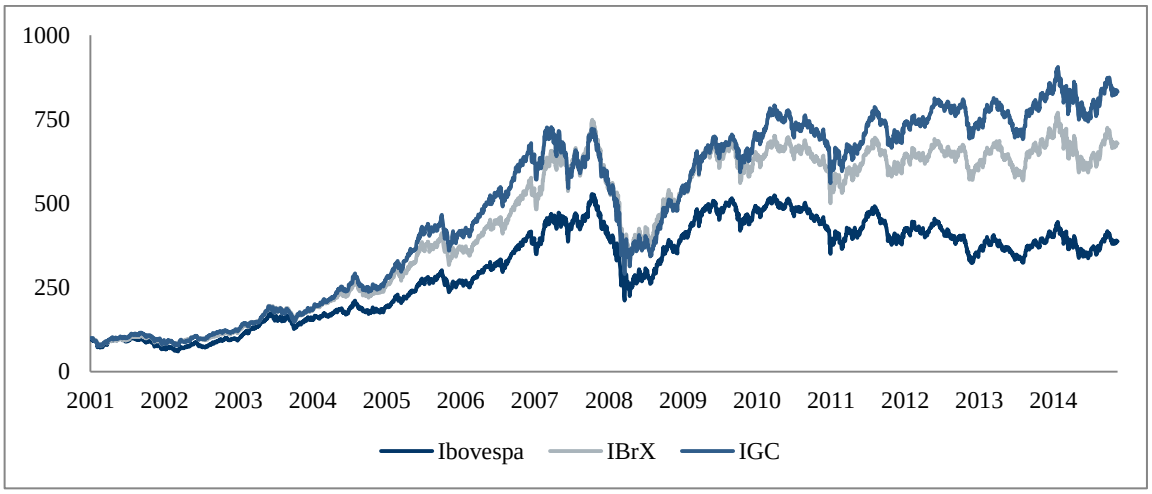
Desde seu lançamento em dezembro de 2000, houve grande popularização dos segmentos especiais de listagem, evolução evidenciada pelo Gráfico 1. Dado o menor nível de exigências, incialmente houve uma preferência das companhias pela listagem no Nível I – em um ano após seu lançamento, tal nível já contava com 18 empresas aderidas. Todavia, através dos anos pode-se perceber o aumento no volume de listagens no Novo Mercado, o segmento com as mais avançadas práticas de governança corporativa. Ao fim de 2014, as adesões aos segmentos diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA somavam 181 empresas, sendo 132 delas no Novo Mercado, 20 no Nível II e 29 delas no Nível I. Com o objetivo de destacar o melhor desempenho das empresas listadas nos segmentos especiais, a BM&FBOVESPA criou também o Índice de Governança Corporativa – IGC. É interessante notar que, conforme indicado no Gráfico 2, desde o início de sua negociação, em agosto de 2001, o IGC apresentou uma valorização de 731%, versus uma valorização de 387% do Ibovespa e de 578% do IBrX para o mesmo período.

Gráfico 1 – Evolução das Listagens nos Segmentos Especiais de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA



Fonte: BM&FBovespa, elaboração própria.

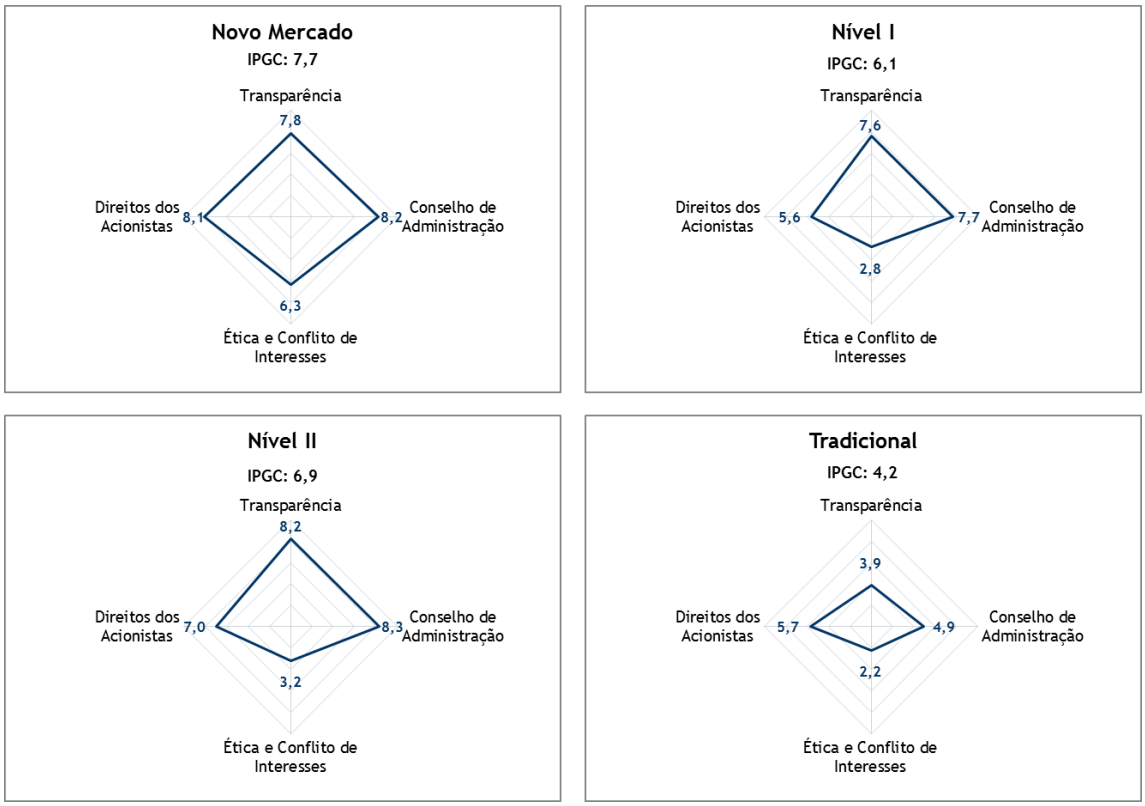
Gráfico 2 – *Performance* de Mercado dos Índices Selecionados



Fonte: Elaboração própria com dados disponíveis na plataforma Capital IQ.

Em uma recente pesquisa realizada pelo IBGC, buscou-se avaliar as práticas de governança corporativa das empresas abertas brasileiras entre 2004 e 2012 (IBGC, 2013). Nesse intuito, foi elaborado um índice qualitativo (o Índice de Práticas de Governança Qualitativo – IPGC) composto por 24 perguntas, relativas às dimensões transparência, conselho de administração, ética e conflito de interesses e direitos dos acionistas, com notas variando de 0 a 10. É interessante ressaltar não só a evolução do índice global de 3,8 para 5,9 entre 2004 e 2012, mas também a distinção de *performance* entre os níveis diferenciados de governança e o segmento de listagem tradicional. Por exemplo, enquanto as empresas negociadas no mercado tradicional apresentam um IPGC de apenas 4,2, com destaque negativo para os quesitos de transparência (3,9) e ética e conflito de interesses (2,2), as companhias negociadas no Novo Mercado atingiram uma nota média de 7,7, chegando a 7,8 no quesito transparência e 6,3 no quesito ética e conflito de interesses.

Gráficos 3 a 6 – Média das Dimensões do IPGC por Segmento de Listagem



Fonte: Elaboração própria com base em IBGC (2013).

De acordo com Silveira (2002), o conjunto de medidas governamentais e institucionais dá início a um círculo virtuoso. Neste círculo, a crescente proteção dos investidores em decorrência da melhoria nas práticas de governança corporativa estimula-os a pagar um preço superior pelas ações da companhia – dada a confiança de que usufruirão dos retornos da companhia na mesma medida que os acionistas controladores. Como consequência, o custo de capital das empresas decresce, possibilitando-as a utilizar o mercado de capitais como real fonte de financiamento. O aumento do volume de negociações e demanda no mercado de capitais, por sua vez, induz à sua sofisticação – levando à constante busca pelo aprofundamento das boas práticas de governança corporativa.

Ao longo dos dois primeiros capítulos, buscou-se fundamentar teoricamente a tese das práticas de governança corporativa enquanto fator de mitigação das imperfeições de mercado, passíveis de influenciar diretamente o custo de capitação das empresas (em particular, do

custo de capital de terceiros). Uma exposição detalhada do círculo virtuoso da governança corporativa foi realizada por Silveira (2002). Nesse sentido, caberão aos próximos capítulos a comprovação empírica da tese até aqui desenvolvida.

CAPÍTULO 3

METODOLOGIA DE PESQUISA

Aos capítulos 1 e 2 deste trabalho coube o objetivo de constatar teoricamente o impacto positivo das melhores práticas de governança corporativa sobre os custos de agência e, em consequência, sobre o custo de capital das companhias. Resta, portanto, confirmar se tal relação é observável também empiricamente. A fim de atingir o objetivo principal deste trabalho, o presente capítulo analisará os efeitos da adesão aos diferentes níveis de governança corporativa pelas companhias brasileiras de capital aberto sobre o seu custo de capital de terceiros entre 2010 e 2014.

3.1 Tratamento dos Dados

A natureza da amostra, com diversas empresas observadas ao longo de um período de tempo, torna a metodologia de dados em painel a mais adequada para o objetivo da pesquisa. Seguindo a definição de Gujarati (2006), dados em painel é um tipo de modelo que acompanha uma série de unidades de cortes transversais (famílias, empresas, países e etc.) ao longo do tempo. Dada tal combinação entre cortes transversais e séries temporais, o modelo de dados em painel torna-se vantajoso por proporcionar dados mais informativos, mais variabilidade e menos colinearidade entre as variáveis, mais graus de liberdade e mais eficiência (GUJARATI, 2006). É notável, portanto, por levar em conta heterogeneidades e especificidades de cada microunidade analisada, sendo o mais adequado para o estudo da dinâmica da mudança.

Além disso, o modelo com dados em painel é adequado por propor a superação de uma grande restrição dos modelos de corte transversal, os quais pressupõem a não-correlação entre o termo de erro e a variável independente em um determinado período de tempo (WOOLDRIDGE, 2001). Muitas vezes existem efeitos a serem controlados que não são diretamente observáveis, mas que também guardam correlação com as variáveis do modelo e não poderiam ser diretamente considerados no termo de erro. Desta forma, os efeitos não-

observados são tratados como variáveis aleatórias, obtidas da amostra populacional da mesma forma que as variáveis dependentes e independentes, e não como parâmetros a serem estimados. Considerando como c_i a variável não observada, ou latente, Wooldridge (2001) define o modelo da seguinte forma:

$$y_{it} = \boldsymbol{x_{it}\beta} + c_i + u_{it} \tag{13}$$

Onde *i* são as diferentes unidades individuais, *t* as observações temporais, $\boldsymbol{x_{it}}$ o vetor de variáveis observáveis no modelo e u_{it} o termo de erro idiossincrático.

Cabe ressaltar, os efeitos da variável não observada podem ser tanto fixos ao longo do tempo, quanto aleatórios. Assim, dependendo do caráter dessa variável, ela pode ser considerada como um parâmetro a ser estimado pelo modelo – método dos efeitos fixos –, ou uma variável aleatória que compõe o termo de erro – no caso do método dos efeitos aleatórios.

Segundo a abordagem de efeitos fixos, a variável não observada corresponde à heterogeneidade individual de cada empresa ou unidade de corte transversal, caráter este constante ao longo do tempo e que guarda correlação com as outras variáveis explanatórias (WOOLDRIDGE, 2001; GUJARATI, 2006). Neste sentido, a maneira mais adequada de controlar tais características seria permitir que o intercepto de cada unidade de corte transversal varie conforme suas singularidades exerçam efeitos (ou não) sobre a variável dependente do modelo, ainda que se considerem os coeficientes angulares constantes entre elas. Para isso, o método dos efeitos fixos resume-se na seguinte equação:

$$Y_{it} = \beta_0 + \sum_{j=1}^{k} \beta_j X_{j_{it}} + c_2 I_{2i} + \cdots + c_n I_{ni} + u_{it} \tag{14}$$

Onde I_{ji}=1 se j=i, I_{ji}=0 se $j \neq i$. Neste caso, os estimadores dos efeitos individuais (c_j) são os estimadores de variáveis binárias, enquanto o intercepto β_0 refere-se ao efeito para o indivíduo utilizado de referência (por exemplo, i=1). Assim, cada coeficiente c_j representará a diferença do indivíduo j em relação ao intercepto do indivíduo de referência (i=1). Cabe

ressaltar, entretanto, que a inclusão de diversas variáveis binárias no modelo tende a consumir muitos graus de liberdade e comprometer a significância do efeito isolado das variáveis (WOOLDRIDGE, 2001).

Uma maneira de solucionar tal problema seria considerar que o intercepto varia aleatoriamente entre as unidades de corte transversal – encará-lo como um efeito aleatório e não fixo, como na abordagem anterior. Pressupõe-se que a heterogeneidade individual de cada unidade seja uma oscilação aleatória (c_j), em torno de um valor médio constante indicado pelo intercepto do modelo. Considerando-se que o efeito individual não seja correlacionado com as variáveis independentes ao longo do tempo, c_j pode ser deixado no termo de erro composto (w_{ij}). Dessa forma, o método dos efeitos aleatórios pode ser descrito pela seguinte equação:

$$Y_{it} = \beta_0 + \sum_{j=1}^{k} \beta_j X_{j_{it}} + w_{it} \tag{15}$$

Onde $w_{it} = c_i + u_{it}$ é considerado o termo de erro composto do modelo, o qual pode ser desagregado em dois componentes: i) a variação entre indivíduos; e ii) a variação geral entre observações.

É importante notar que, apesar do método dos efeitos aleatórios colocar-se enquanto solução para os possíveis problemas com a abordagem de efeitos fixos, caso a heterogeneidade individual seja correlacionada com as variáveis independentes, os estimadores calculados por este modelo serão inconsistentes e, portanto, inadequados. Dada tal possibilidade, este trabalho utilizará ambas as abordagens, aplicando na sequência testes econométricos para verificar a significância, consistência e eficiência dos estimadores calculados.

3.2 Amostra

A amostra utilizada neste trabalho compreende todas as empresas brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA, com exceção das companhias pertencentes aos setores

financeiros de Fundos e Finanças e Seguros. Os dados coletados correspondem ao período de 2010 a 2014, perfazendo cinco anos.

Todos os dados referentes ao Balanço Patrimonial, Demonstrativo de Resultados, indicadores financeiros e indicadores de mercado foram extraídos do banco de dados Economática. Após a coleta de todas as informações, os dados foram filtrados, formando-se a amostra utilizada nesta análise. Foram excluídas 113 companhias, cujas observações de custo de capital de terceiros eram inexistentes para mais de 3 períodos ou cujo patrimônio líquido era negativo, comprometendo a significância de alguns indicadores. Desta forma, a amostra resultante passou a compreender 238 companhias. As empresas que compõem a base final, bem como seus respectivos setores, podem ser visualizadas na Tabela 1.

Tabela 1 – Empresas pertencentes à Amostra[12]

Setor	**N° de Empresas**
Agro e Pesca	4
Alimentos e Bebidas	14
Comércio	13
Construção	18
Eletroeletrônicos	4
Energia Elétrica	38
Máquinas Industriais	4
Mineração	2
Minerais Não-Metálicos	3
Outros	53
Papel e Celulose	4
Petróleo e Gás	4
Química	9
Siderurgia e Metalurgia	17
Software e Dados	4
Telecomunicações	4
Têxtil	18
Transporte Serviços	15
Veículos e Peças	10
Total	**238**

Fonte: Economática.

[12] Para uma descrição detalhada das empresas pertencentes à Amostra, verificar o Apêndice 1.

3.3 Variáveis de Análise

As variáveis dependentes e explicativas da análise foram selecionadas com base nos diversos testes empíricos discutidos ao longo dos capítulos 1 e 2. Em especial, os resultados empíricos dos trabalhos de Albanez (2008), Lima (2007a), Nakamura *et al.* (2006), Cicogna, Toneto Junior e Valle (2007) e Murcia (2009) merecem destaque pela contribuição à estruturação desta pesquisa.

Como variável dependente, a pesquisa escolheu utilizar o custo de capital de terceiros (k_d). Tal variável, obtida na base de dados Economática, foi calculada conforme indicado na seção 1.1.2.2 por Assaf Neto (2012), como o quociente entre as despesas financeiras e o passivo oneroso total de uma companhia para o dado período.

Conforme foi discutido no Capítulo 2, a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa serviria como uma sinalização aos investidores do compromisso da empresa contra a expropriação dos *stakeholders* da companhia, principalmente acionistas minoritários e credores. Por meio deste arcabouço institucional que mitiga os conflitos de agência e a assimetria informacional, a percepção de risco e as exigências de retornos atreladas à empresa também são minimizadas (CICOGNA, TONETO JUNIOR E VALLE 2007; LIMA, 2007; MURCIA, 2009). Logo, é de se esperar que empresas que adotem as melhores práticas de governança corporativa gozem de maior acesso a recursos de terceiros, os quais teriam prazos e condições mais favoráveis. Neste trabalho, pretende-se testar a hipótese de que o engajamento com as normas de governança corporativa contidas no Novo Mercado, as mais elevadas do mercado brasileiro, trouxe ganhos materiais no custo de capital de terceiros das companhias, em oposição às que não aderiram.

Simultaneamente, serão controlados os potenciais efeitos de outras variáveis sobre o custo da dívida, são elas: alavancagem financeira, lucratividade e tamanho da empresa. Quanto maior o nível de alavancagem financeira, bem como a predominância de recursos de curto prazo na estrutura de capital da companhia, maior o seu risco de inadimplência. Dessa forma, acredita-se que as variáveis de endividamento sejam positivamente relacionadas ao custo de capital de terceiros. Além disso, o mercado brasileiro possui especificidades, as quais contribuiriam para o maior custo relativo de uma posição de dívida predominantemente de

curto prazo. No país, é comum o acesso, principalmente pelas grandes empresas, a linhas subsidiadas de crédito de longo prazo, fomentadas pelo BNDES (CICOGNA, 2007).

As variáveis explicativas de tamanho e lucratividade, por sua vez, devem assumir uma relação negativa com o custo de capital de terceiros. Segundo as teorias de custos de falência e custos de agência, empresas grandes são mais diversificadas que empresas pequenas, e, portanto, menos propensas às dificuldades financeiras que resultariam nos custos de falência. Ainda, como foi ressaltado acima, empresas grandes possuem acesso diferenciado às linhas de crédito subsidiadas e outras fontes de financiamento que lhes concedem condições favoráveis baseadas em seus históricos e reputação (BRITO, CORRAR, BATISTELLA, 2007). Ainda, empresas mais rentáveis, na medida em que possuem maior capacidade de geração de caixa, possuem maior flexibilidade na escolha das fontes de financiamento, sendo portanto capazes de diminuir a participação de dívidas onerosas e de baixa qualidade em sua estrutura de capital.

As variáveis independentes de pesquisa e uma breve definição para cada uma delas estão listadas na Tabela 2.

Tabela 2 – Definição das Variáveis Independentes Relacionadas ao Custo de Capital de Terceiros

Variável	Definição	Relação Esperada
NM	Variável *dummy* que assume valor igual a 1 quando a empresa está no Novo Mercado e 0, caso contrário	Negativa
EXAT	Total de passivos exigíveis da empresa dividida pelo ativo total. Indica o percentual dos investimentos da companhia financiado por capital de terceiros, seja de curto ou de longo prazo	Positiva
DCP	Endividamento oneroso de curto prazo da empresa dividido pela dívida bruta total. Indica o perfil de alavancagem da companhia	Positiva
LUC	Taxa de lucratividade calculada pela divisão do EBITDA pela receita líquida de um mesmo período (margem EBITDA), indicativo da capacidade de geração de caixa operacional da companhia	Negativa
TAM	Logaritmo neperiano do ativo total da empresa em um dado período, o qual representa o tamanho da companhia	Negativa

Fontes: Albanez (2008), Lima (2007a), Brito, Corrar e Batistella (2007), Nakamura *et all.*, (2006) e Cicogna, Toneto Junior e Valle (2007), elaboração própria.

Assim como ressaltado anteriormente neste capítulo, as observações das variáveis dependentes e independentes foram extraídas da base de dados Economática. Além disso, as informações referentes à listagem nos níveis diferenciados de governança corporativa foram obtidas através dos sites da CVM e da BM&FBOVESPA. Todos os dados serão tratados por meio do *software* estatístico Stata, o qual permitirá a análise de dados em painel.

CAPÍTULO 4

ANÁLISE DE RESULTADOS E CONCLUSÕES

Nos últimos anos tem havido uma crescente procura por transparência por parte dos *stakeholders* nos mercados de capitais. Nesse intuito, a criação dos níveis diferenciados de governança corporativa pela BM&FBOVESPA foi embasada pela expectativa de benefícios para empresas e investidores, como o aumento da transparência e da proteção aos credores e acionistas minoritários (AGUIAR, CORRAR E BATISTELLA, 2004). Tais benefícios seriam capazes não só de atrair novos investidores, aumentando o volume de transações e liquidez no mercado de capitais, mas também permitiriam uma redução no custo de captação para as empresas, ao amenizar a percepção de risco de seleção adversa por assimetrias informacionais.

Das hipóteses teóricas acerca dos benefícios das práticas diferenciadas de governança corporativa sobre o custo de capital percorridas ao longo deste trabalho, surge a necessidade de pesquisas empíricas que as comprovem. Conforme explicitado por Nakamura *et al.* (2006), e Lima (2007b), ainda que a literatura internacional sobre o tema seja ampla, os resultados empíricos ainda não podem ser generalizados, pois são restritos às amostras, variáveis e métodos econométricos utilizados por cada uma delas. Além disso, a literatura nacional carece de pesquisas nesse tema, especialmente no que tange à relação entre *disclosure* e custo de capital de terceiros (Lima; 2007a). Assim, procurou-se abordar um tema que está longe de ter sido esgotado pela literatura e que deve ser mais amplamente explorado.

A este capítulo caberá a apresentação e análise dos resultados obtidos nos testes empíricos. Neste intuito, ele está estruturado nas seguintes seções: análise descritiva da amostra da pesquisa; apresentação e avaliação dos resultados; e conclusão e considerações finais.

6.1 Análise Descritiva da Amostra

Conforme indicado na seção 3.2, a amostra de pesquisa é composta por 238 empresas, as quais estão distribuídas entre 19 setores de atuação, de acordo com a classificação do programa Economática. No que tange à listagem nos segmentos de governança corporativa[13], pode-se observar na Tabela 3 que em 2014 cerca de 60% da amostra, ou 141 empresas, haviam aderido a algum destes segmentos, sendo a vasta maioria delas no Novo Mercado. Dentre os recortes setoriais, merecem destaques a representatividade absoluta do setor de energia elétrica, com 19 companhias listadas nos segmentos especiais de governança corporativa, e a representatividade relativa dos setores de Agro e Pesca e Construção, os quais possuem 100% e 83% de suas companhias listadas no Novo Mercado. Por outro lado, é interessante notar a baixa representatividade dos segmentos de governança corporativa nos setores de Petróleo e Gás (25%), Siderurgia e Metalurgia (35%), Têxtil (44%) e Químico (44%), no geral, setores tradicionais nos quais muitas das companhias são mantidas sob controle familiar.

[13] Para uma evolução detalhada das listagens nos segmentos diferenciados de governança corporativa por setor, favor olhar o Apêndice 2.

Tabela 3 – Distribuição da Amostra por Segmento de Governança Corporativa (2014)

Setor	Amostra	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado	Percentual do Setor Listado em Segmentos Especiais
Agro e Pesca	4	0	0	4	100,0%
Alimentos e Bebidas	14	0	0	9	64,3%
Comércio	13	1	1	8	76,9%
Construção	18	0	0	15	83,3%
Eletroeletrônicos	4	0	0	2	50,0%
Energia Elétrica	38	7	5	7	50,0%
Máquinas Industriais	4	0	0	3	75,0%
Mineração	2	1	0	0	50,0%
Minerais não Metálicos	3	0	0	2	66,7%
Outros	53	3	3	29	64,2%
Papel e Celulose	4	0	1	1	50,0%
Petróleo e Gás	4	0	0	1	25,0%
Química	9	1	0	3	44,4%
Siderurgia & Metalurgia	17	4	1	1	35,3%
Software e Dados	4	0	0	3	75,0%
Telecomunicações	4	1	0	1	50,0%
Têxtil	18	2	0	6	44,4%
Transporte e Serviços	15	0	0	8	53,3%
Veículos e Peças	10	2	1	4	70,0%
Total	**238**	**22**	**12**	**107**	**59,2%**

Nota: Dados correspondentes ao número de empresas listadas por segmento de governança corporativa, ano-base: 2014.

Fonte: Dados amostrais. Elaboração própria.

Ao longo dos anos, verifica-se um crescimento de cerca de 30% no total de empresas que aderiram aos segmentos de governança corporativa da BM&FBovespa, explicitado na Tabela 4. Tal crescimento é alavancado, em grande medida, pela expansão do Novo Mercado, cujo número de empresas listadas salta de 85 em 2010 para 117 em 2013. Há que se destacar, no entanto, um movimento de inflexão entre 2013 e 2014, onde o número total de empresas listadas decresce de 151 para 141, puxada por delistagens no Novo Mercado. Trata-se de um movimento incitado pelo contexto macroeconômico adverso, o qual levou ao fechamento de capital de diversas companhias brasileiras no ano de 2014.

Tabela 4 – Evolução do Número de Empresas Listadas por Segmento de Governança Corporativa

	2010	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**
Nível I	22	24	24	23	22
Nível II	9	9	8	11	12
Novo Mercado	85	95	100	117	107
Total	**116**	**128**	**132**	**151**	**141**

Fonte: Dados amostrais. Elaboração própria.

Já em relação à variável custo de capital de terceiros, foi observado um valor médio de 24,2% para o período analisado, no qual o ano de 2010 destaca-se como o período no qual o custo médio da dívida encontra-se mais elevado (28,6%), sendo seguido por ciclos de queda nos anos seguintes. Possivelmente, tal fato explica-se pelos efeitos refratários da crise econômica de 2008 sobre o mercado de crédito brasileiro. Dentre os setores com os menores custos médios de capital de terceiros, destacam-se o de construção (10,2%) e petróleo e gás (12,2%) – setores que apresentam, ao mesmo tempo, algumas das maiores e menores participações nos segmentos de governança corporativa. Entretanto, tal fato serve como indício de que a adesão aos segmentos de governança corporativa não tem capacidade isolada de explicação da variabilidade do custo de capital de terceiros, sendo necessário também o uso de outras variáveis de controle, as quais serão destacadas na sequência.

Tabela 5 – Evolução do Custo da Dívida Médio Setorial para o Período de Análise

Setor	2010	2011	2012	2013	2014	Média
Agro e Pesca	44,8%	20,9%	46,6%	22,2%	30,0%	32,9%
Alimentos e Bebidas	39,3%	26,3%	23,0%	27,8%	27,4%	28,8%
Comércio	61,8%	30,2%	31,4%	20,3%	22,1%	33,2%
Construção	13,9%	11,1%	10,0%	8,8%	8,5%	10,5%
Eletroeletrônicos	41,0%	33,4%	26,4%	28,3%	46,7%	35,1%
Energia Elétrica	18,3%	20,5%	16,4%	14,3%	22,3%	18,3%
Máquinas Industriais	16,5%	20,5%	13,6%	14,9%	14,6%	16,0%
Mineração	14,3%	21,6%	22,3%	34,3%	32,0%	24,9%
Minerais não Metálicos	39,3%	55,2%	39,8%	31,9%	30,7%	39,4%
Outros	33,3%	35,4%	22,7%	22,2%	19,3%	26,6%
Papel e Celulose	45,8%	36,7%	22,8%	23,7%	21,5%	30,1%
Petróleo e Gás	9,3%	14,7%	14,6%	9,5%	13,0%	12,2%
Química	38,3%	44,0%	29,9%	31,6%	44,0%	37,6%
Siderurgia & Metalurgia	29,2%	30,2%	27,1%	24,1%	24,1%	27,0%
Software e Dados	13,9%	13,9%	29,1%	12,6%	18,5%	17,6%
Telecomunicações	18,7%	37,3%	32,0%	15,3%	23,5%	25,3%
Têxtil	27,6%	30,5%	27,2%	27,6%	29,3%	28,5%
Transporte e Serviços	22,9%	29,4%	18,5%	19,0%	15,9%	21,1%
Veículos e Peças	15,7%	15,9%	16,3%	18,6%	19,6%	17,2%
Média	**28,6%**	**27,8%**	**24,7%**	**21,4%**	**24,4%**	**24,2%**
Desvio Padrão	**14,0%**	**10,9%**	**8,9%**	**7,4%**	**9,5%**	**27,1%**

Fonte: Dados amostrais. Elaboração própria.

Como possíveis variáveis explicativas do custo de capital de terceiros, foram escolhidos dados representativos de lucratividade, tamanho, nível de alavancagem e qualidade do endividamento, correspondentes à margem EBITDA (LUC), logaritmo natural do ativo total (TAM), índice do total dos passivos exigíveis pelo ativo total (EXAT) e dívida onerosa de curto prazo sobre a dívida bruta total (DCP). Os principais indicadores descritivos destas variáveis estão indicados na Tabela 6 abaixo.

Tabela 6 – Estatísticas Descritivas das Variáveis Utilizadas

	Observações	Média	Mediana	Desv. Padrão	Mínimo	Máximo
KD	1.110	24,24%	17,50%	27,13%	0,10%	410,60%
EXAT	1.161	56,60%	57,50%	18,68%	0,00%	100,00%
DCP	1.141	36,04%	30,40%	25,18%	0,00%	100,00%
LUC	1.087	20,21%	17,10%	46,28%	-712,60%	591,00%
TAM	1.164	14,70	14,81	1,71	9,64	20,49

Fonte: Dados amostrais. Elaboração própria.

A matriz de correlação entre as variáveis utilizadas pode ser observada abaixo, na Tabela 7. No geral, as correlações entre as variáveis de análise mostram-se fracas, mas de acordo com as hipóteses apresentadas na seção 3.3: associações negativas entre o custo de capital de terceiros e a adesão ao Novo Mercado, o nível de lucratividade e o tamanho, além de uma relação positiva entre custo de capital de terceiros e a proporção de dívidas de curto prazo no endividamento total. Entretanto, o custo de capital de terceiros indica correlação fraca e negativa com o nível de alavancagem quando se esperava uma relação oposta, dado que a expansão do endividamento induz o aumento do risco de inadimplência da companhia.

Dentre as variáveis explicativas, merece destaque a correlação moderada entre a qualidade da dívida e o tamanho da companhia, avaliada em -0,44. Conforme discutido nos capítulos anteriores, em especial na seção 1.2.4, uma escassez nas fontes de financiamento de longo prazo faz com que haja um acesso diferenciado das companhias ao mercado de capitais, no qual empresas menores são geralmente restritas às fontes de financiamento de curto prazo.

Tabela 7 – Matriz de Correlação para as Variáveis Utilizadas

	KD	NM	LUC	TAM	EXAT	DCP
KD	1					
NM	-0,02	1				
LUC	-0,03	0,01	1			
TAM	-0,20	0,20	0,12	1		
EXAT	-0,04	0,00	-0,09	0,13	1	
DCP	0,16	-0,14	-0,18	-0,44	-0,05	1

Fonte: Dados amostrais. Elaboração própria.

Outro aspecto de interessante análise diz respeito a como as variáveis de controle distribuem-se através da amostra de empresas que aderiram ou não aos segmentos diferenciados de governança corporativa, explicitado na Tabela 8. Como é possível observar, a listagem nos segmentos de governança corporativa é compatível com custos de capital inferiores e menores níveis de alavancagem total e de curto prazo. Além disso, as companhias adeptas mostram-se, no geral, mais lucrativas e maiores do que as empresas listadas no mercado tradicional.

Tabela 8 – Medidas Resumo das Variáveis por Segmento Diferenciado de Governança Corporativa

	NM = 1		NG = 1		NG = 0	
Variável	**Média**	**Desv. Padrão**	**Média**	**Desv. Padrão**	**Média**	**Desv. Padrão**
KD	23,50%	27,90%	22,93%	25,97%	25,99%	28,53%
EXAT	56,52%	17,48%	56,14%	17,54%	57,19%	20,07%
DCP	32,19%	21,56%	32,18%	21,86%	41,13%	28,20%
LUC	20,87%	64,04%	20,75%	57,46%	19,42%	21,38%
TAM	15,09	1,16	15,27	1,31	13,97	1,87

Onde: NM=1 para empresas listadas no Novo Mercado, NG=1 para empresas listadas em qualquer nível de governança corporativa da BM&FBovespa e NG=0 para empresas listadas no mercado tradicional.

Fonte: Dados amostrais. Elaboração própria.

As estatísticas descritivas aqui analisadas têm o objetivo de fornecer um panorama geral da amostra, destacando suas principais características e especificidades. Em grande medida, as características das variáveis mostram-se consoantes ao esperado pelas análises teóricas, com destaque especial para as interações entre os grupos listados nos segmentos especiais de governança corporativa e no mercado tradicional. Como foi observado, a adesão às regras de governança corporativa guarda correlação negativa com o custo de capital de terceiros, indicando um custo de dívida em média 306 bps menor para tais empresas. Feitas as descrições da base de dados, cabe agora a apresentação e análise dos resultados dos testes econométricos, com o objetivo de verificar se os indícios aqui apresentados se comprovam estatisticamente.

6.2 Resultados Empíricos

A listagem nos segmentos diferenciados de governança corporativa é acompanhada de uma série de regras que ampliam não só a quantidade e qualidade das informações divulgadas, mas também a proteção aos credores e acionistas minoritários, reduzindo o potencial de expropriação pelos problemas de agência, assimetria informacional e seleção adversa. A partir desta avaliação diferenciada por parte dos investidores, é proposta a seguinte hipótese de pesquisa: a adoção de melhores práticas de governança corporativa, ao aplacar a percepção de risco que credores possuem das companhias adeptas, leva a uma redução na taxa de retorno por eles exigida, o custo de capital de terceiros.

Com tal hipótese em mente, as seguintes variáveis foram escolhidas como potenciais variáveis explicativas do custo de capital de terceiros: padrão de governança corporativa, rentabilidade, tamanho, nível de alavancagem e qualidade do endividamento. A esta seção caberá à apresentação e análise dos resultados obtidos nos testes empíricos descritos na seção 3.1. Vale ressaltar que os erros-padrão dos coeficientes que serão apresentados foram calculados através do agrupamento dos resíduos por empresa, sendo, portanto, robustos a formas arbitrárias de autocorrelação e heterocedasticidade dos erros.

Em linhas gerais, foi definido um modelo de teste expresso pela seguinte equação:

$$KD_{it} = \beta_0 + \beta_1 NM_{it} + \beta_2 LUC_{it} + \beta_3 TAM_{it} + \beta_4 EXAT_{it} + \beta_5 DCP_{it} + e_{it} \quad (16)$$

No qual *i* representa a i-ésima unidade de corte transversal e t o t-ésimo período. *KD* representa o custo de capital de terceiros, sendo a variável dependente a qual se deseja explicar. *NM* representa uma variável *dummy*, que toma valor igual a 1 para empresas que aderiram ao Novo Mercado e 0 caso contrário; *LUC* expressa a rentabilidade, obtida pela margem EBITDA; *TAM* representa o tamanho da companhia, calculado através do logaritmo natural do ativo total; *EXAT* representa o nível de alavancagem, obtido pela divisão do total de passivos exigíveis pelo ativo total; e *DCP* representa a qualidade do endividamento, calculado pela divisão da dívida onerosa de curto prazo pela dívida bruta total. Por último, o termo e_{it} corresponde ao termo de erro da equação.

Como uma análise preliminar, os coeficientes foram estimados pela metodologia de mínimos quadrados ordinários (MQO), cujos resultados estão expressos na Tabela 9. Conforme indicado em Veneo (2014), o emprego de tal método justifica-se não só pela sua utilização em diversas pesquisas sobre o tema, mas também a título de comparação com outras metodologias adotadas na pesquisa.

Tabela 9 – Resultados da Regressão Estimada por MQO

Regressor	**Coeficiente**	**Erro-Padrão**	**Significância**
NM	0,005	0,023	
LUC	0,002	0,013	
TAM	-0,027	0,011	**
EXAT	-0,044	0,078	
DCP	0,098	0,076	
N° de Observações	1.040	**Estatística F(5;237)**	5,45
R^2	0,045	**Significância**	***

Nota: Símbolos ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte: Resultados de pesquisa.

Os resultados obtidos pela metodologia de MQO indicam que apenas a variável representativa de tamanho é capaz de explicar a variabilidade do custo de capital de terceiros a níveis aceitáveis de significância estatística. Nesse sentido, quanto maior a empresa espera-se que menor seja seu custo da dívida. Por sua vez, a estatística F indica que, ainda que as variáveis isoladas não sejam significativas para a explicação de KD, o modelo global é capaz de explicar as variabilidades observadas em KD.

Conforme foi discutido na seção 3.1, uma grande limitação da abordagem de MQO é não capturar na estimação as especificidades individuais das unidades de corte transversal. É comum existirem efeitos que não são diretamente observáveis na amostra, mas que guardam correlação com as variáveis do modelo e, portanto, devem ser controlados. As abordagens dos Efeitos Fixos e dos Efeitos Aleatórios, por sua vez, surgem como uma solução à restrição do método tradicional ao criar mecanismos que possibilitem o controle dos efeitos não observados, ou heterogeneidade individual de cada unidade de corte transversal.

Em linhas gerais, a grande diferença entre as duas abordagens diz respeito à forma como se deseja encarar a heterogeneidade individual: enquanto o método dos efeitos aleatórios pressupõe que ela não é correlacionada às variáveis independentes, incluindo-os no termo de erro, o método dos efeitos fixos permite que elas sejam arbitrariamente correlacionadas.

Na Tabela 10 estão indicados os principais resultados obtidos pelo método dos Efeitos Aleatórios.

Tabela 10 – Resultados da Regressão Estimada por Efeitos Aleatórios

Regressor	**Coeficiente**	**Erro-Padrão**	**Significância**
NM	-0,010	0,024	
LUC	-0,010	0,012	
TAM	-0,036	0,012	**
EXAT	-0,012	0,073	
DCP	-0,007	0,079	
N° de Observações	1.040	**Estatística Chi**	174,35
R^2 Overall	0,037	**Significância**	***

Nota: Símbolos ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte: Resultados de pesquisa.

Assim como na abordagem de MQO, as estimativas obtidas pelo método dos Efeitos Aleatórios indicam haver uma relação negativa estatisticamente significante entre tamanho e custo de capital de terceiros. Além das outras variáveis seres estatisticamente insignificantes, em alguns casos os coeficientes ainda mostram-se com sinais opostos ao esperado, como se observa para as variáveis EXAT e DCP. No entanto, ainda que esta especificação aparente ser menos satisfatória que a estimada por MQO, a relevância estatística do Teste de Breusch-Pagan, indicada na tabela pela estatística Chi, apontam que os efeitos específicos das empresas não podem ser desconsiderados da formulação.

Neste sentido, foi testada uma terceira estimação pela metodologia de dados em painel com Efeitos Fixos, cujos principais resultados estão indicados abaixo na Tabela 11.

Tabela 11 – Resultados da Regressão Estimada por Efeitos Fixos

Regressor	**Coeficiente**	**Erro-Padrão**	**Significância**
NM	-0,089	0,048	*
LUC	-0,011	0,009	
TAM	-0,109	0,053	**
EXAT	0,191	0,130	
DCP	-0,178	0,126	
N° de Observações	1.040	**Estatística F (5;237)**	2,37
R^2	0,024	**Significância**	***
Teste de Hausman	33,4		
Significância	***		

Nota: Símbolos ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte: Resultados de pesquisa.

As estimativas obtidas pelo método dos Efeitos Fixos, por sua vez, indicam que as variáveis NM e TAM são capazes de explicar a variabilidade em KD de forma estatisticamente significativa comprovando a hipótese de pesquisa. Conforme esperado, o coeficiente da variável *dummy* de Novo Mercado é negativo, apontando que empresas que aderiram ao Novo Mercado possuem um custo de capital de terceiros 8,9% inferior, *coeteris paribus*. A variável de tamanho, assim como nas outras metodologias, continua apresentando uma relação negativa com a variável de custo da dívida. Além disso, é interessante ressaltar que, embora ainda não seja estatisticamente significativa, a variável EXAT, representativa do nível de alavancagem, volta a apresentar um coeficiente consoante à relação positiva esperada.

Assim como o Teste de Bresuch-Pagan para o método dos Efeitos Aleatórios, a significância da estatística F denota que os efeitos individuais de cada unidade de corte transversal são relevantes, não podendo ser descartados da formulação. Logo, cabe agora determinar qual das duas metodologias de dados em painel mostra-se mais adequada à natureza da amostra.

Com tal objetivo em mente, foi efetuado o Teste de Hausman, cujos resultados estão indicados na parte inferior da Tabela 11. Em linhas gerais, o Teste de Hausman verifica se há

ou não correlação entre os efeitos observados e as variáveis explicativas através da comparação das estimativas obtidas pelas duas abordagens. Testa, então, a hipótese nula de que as diferenças entre os coeficientes estimados não são sistemáticas (estatisticamente significativas), caso em que a abordagem de Efeitos Aleatórios mostrar-se-ia preferível. Rejeitar a hipótese nula, por outro lado, evidencia haver correlação entre a heterogeneidade individual e as variáveis independentes, o que tornaria a abordagem de Efeitos Aleatórios contraindicada. Como foi apresentado na Tabela 11, rejeitou-se a hipótese nula com uma probabilidade de erro inferior a 0,000, apontando que os estimadores calculados pela metodologia de Efeitos Aleatórios são inconsistentes. Deve-se usar, portanto, os resultados obtidos pela metodologia de Efeitos Fixos – a qual também corrobora a hipótese de pesquisa.

6.3 Considerações finais

A discussão sobre como as companhias captam recursos tem papel central nas discussões sobre finanças empresariais. Com o foco de maximizar o valor da companhia, a captação eficiente de recursos a custos mínimos para o financiamento de investimentos e atividades operacionais torna-se parte crucial da estratégia corporativa. Existem, entretanto, imperfeições de mercado que muitas vezes geram entraves ao financiamento corporativo.

Este trabalho, em seus primeiros capítulos, procurou elucidar o papel das imperfeições de mercado sobre o financiamento corporativo. Nesse sentido, foram tratadas as interações dos custos de agência, das assimetrias informacionais e do risco de seleção adversa com as decisões de financiamento, na medida em que criam incertezas para os credores sobre o sucesso de seus investimentos. O ambiente jurídico e institucional, ao fornecer o aparato de leis e mecanismos que protegem e dão garantias aos investidores contra a expropriação dos fluxos de caixa a que têm direito, é capaz de reduzir tal insegurança.

Todavia, verificou-se que o ambiente institucional em mercados como o brasileiro é de tal maneira moldado que acaba por acirrar as imperfeições de mercado e os riscos associados à decisão de investimento. É marcado, portanto, pela alta concentração da estrutura de propriedade das companhias, ampla utilização de mecanismos de separação entre propriedade econômica e controle corporativo, conselhos de administração com baixo grau de independência e com papel meramente consultivo e figurativo.

Em resumo, é neste cenário de necessidade de aplacar as imperfeições de mercado que surge a discussão sobre a governança corporativa, tema do Capítulo 2: a aplicação de um conjunto de mecanismos (sejam eles de incentivos ou de monitoramento) que objetivam controlar atitudes oportunistas, alinhando os interesses de gestores e financiadores. Como foi mostrado, a criação dos níveis diferenciados de governança corporativa pela BM&FBOVESPA pode ser considerada como um dos maiores esforços realizados a favor da melhoria das práticas de governança do país. Os níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA servem como um "selo de qualidade" para as empresas adeptas, indicando seu comprometimento voluntário com regras mais rígidas do que aquelas previstas por lei e valores corporativos tais como ética e transparência.

As boas práticas de governança corporativa seriam capazes de dar início a um círculo virtuoso, no qual a crescente proteção dos investidores em decorrência da melhoria na governança estimula-os a pagar um preço superior pelas ações e títulos da companhia. Como consequência, o custo de capital das empresas decresceria, possibilitando-as utilizar o mercado de capitais como real fonte de financiamento. O aumento do volume de negociações e demanda no mercado de capitais, por sua vez, induziria sua sofisticação – levando à constante busca pelo aprofundamento das boas práticas de governança corporativa.

Neste constructo teórico, foi elaborada a seguinte hipótese de pesquisa: se as práticas de governança corporativa, enquanto fator de mitigação das imperfeições de mercado, seriam realmente passíveis de influenciar diretamente o custo de capitação das empresas junto aos credores. Com isso, foi selecionada uma amostra composta por 238 companhias brasileiras de capital aberto, observadas entre 2010 e 2014 com vistas à elaboração de um estudo econométrico com dados em painel.

Os resultados empíricos obtidos nos testes econométricos corroboram a hipótese da pesquisa. Como esperado, empresas adeptas às práticas de governança corporativa exigidas no Novo Mercado, ao aumentarem os mecanismos de proteção aos credores e acionistas minoritários contra a expropriação indevida, desfrutam de uma significante redução nos custos de captação junto a terceiros. Além disso, é importante ressaltar a relevância da influência da variável tamanho sobre o custo de capital de terceiros, a qual mostrou-se significativa independentemente da metodologia adotada. Desta forma, comprova-se também a hipótese de que companhias maiores, na medida em que são mais diversificadas e

resilientes, são menos propensas ao risco de *default*, com um impacto favorável sobre o custo da dívida. Por último, é importante ressaltar que as demais variáveis indicativas de lucratividade, nível de alavancagem e qualidade de endividamento não mostraram-se estatisticamente significativas em nenhuma das abordagens – fato que seria de interessante investigação para pesquisas futuras.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGUIAR, Andson B.; CORRAR, Luiz; BATISTELLA, Flávio D. **Adoção de Práticas de Governança Corporativa e o Comportamento das Ações na Bovespa: Evidências Empíricas.** Revista de Administração da Universidade de São Paulo, v.39, n.4, p.338-347, 2004.

ALBANEZ, Tatiana. **Impactos da Assimetria de Informação na Estrutura de Capital de Empresas Brasileiras de Capital Aberto**. Tese de Mestrado. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2008.

ANDRADE, A. e ROSSETTI, J. P., **Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. 3ª ed., Atlas, 2007.

ASSAF NETO, Alexandre; LIMA, Fabiano G.; ARAÚJO, Adriana M. P. **Uma Proposta Metodológica para o Cálculo do Custo de Capital no Brasil.** Revista de Administração da Universidade de São Paulo, v.43, n.1, p.72-83, 2008.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e Valor,** 6a ed. São Paulo: Atlas, 2012.

BOTOSAN, Christine A. ***Disclosure and the Cost of Capital: What Do We Know?*** *Accounting and Business Research – International Accounting Policy Forum*, p.31-40, 2006.

BRIGHAM, Eugene F.; GAPENSKY, Louis C.; EHRHARDT, Michael C. ***Financial Management: Theory and Practice****, 9th ed.* Harcourt College Publishers, 1999.

BRITO, Giovani A.; CORRAR, Luiz J.; BATISTELLA, Flávio D. **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital das Maiores Empresas que Atuam no Brasil.** Revista de Contabilidade e Finanças da Universidade de São Paulo, v.43, p.9-19, 2007.

CARVALHO, Antonio G. de **Governança Corporativa no Brasil em Perspectiva.** Revista de Administração da Universidade de São Paulo, v.37, n.3, p.19-32, 2002.

CICOGNA, Maria Paula V.; TONETO JUNIOR, Rudnei; VALLE, Maurício R. **O Impacto da Adesão a Padrões Mais Elevados de Governança Sobre o Financiamento**

Empresarial. Revista de Administração da Universidade de São Paulo, v.42, n.1, p.52-63, 2007.

CICOGNA, Maria Paula V. **Governança Corporativa como Sinalização**: Benefícios para o Financiamento das Empresas do Mercado de Capitais. Tese de Mestrado. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2007.

EID JUNIOR, William **Custo e Estrutura de Capital: O Comportamento das Empresas Brasileiras.** Revista de Administração de Empresas da Fundação Getúlio Vargas, v.36, n.4, p.51-9, 1996.

VENEO, Camila. **A Influência da Adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa sobre a Estrutura de Capital das Empresas Brasileiras de Capital Aberto (2000 – 2013)**. Tese de Mestrado. Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2015.

GREENBAUM, Stuart I.; THAKOR, Anjan V. ***Contemporary Financial Intermediation***, *2nd ed.* Academic Press, p. 43-50, 2007.

GRINBLATT, Mark; TITMAN, Sheridan **Mercado Financeiro e Estratégia Corporativa**, 2a ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

GUJARATI, Damodar. **Econometria Básica.** Tradução da 4a edição. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

HAIL, Luizi ***The Impact of Voluntary Corporate Disclosures on the Ex-Ante Cost of Capital – A Swiss Point of View.*** *European Acounting Review*, v.11, p.741-771, 2001.

HARRIS, Milton; RAVIV, Artur ***The Theory of Capital Structure.*** *The Journal of Finance*, v.46, p.297-355, 1991.

HEALY, Paul M.; PALEPU, Krishna G. ***Information Assymetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature.*** *The Journal of Accounting & Economics*, v.31, p.405-440, 2001.

IBGC **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa.** 2009.

IBGC **Evolução da Governança Corporativa nas Empresas Listadas em Bolsa (2004 – 2012)**. 2013.

JENSEN, Michael C. ***Eclipse of the Public Corporation.*** *Harvard Business Review*, p.61-74, 1989.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. ***Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure***. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. ***Law and Finance***. *Journal of Political Economy*, v.106, n.6, p.1113-1155, 1998.

LIMA, Gerlando. **Utilização da Teoria da Divulgação para a Avaliação da Relação do Nível de *Disclosure* com o Custo da Dívida das Empresas Brasileiras**. Tese de Doutorado. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007a.

LIMA, Gerlando *et al*. **Custo de Capital de Terceiros x *Disclosure* Voluntário**: Evidências Brasileiras. In: X Congresso Internacional de Custos, Lyon / França. Maio, 2007b.

MCKINSEY & COMPANY; KORN/FERRY INTERNATIONAL **Panorama de Governança Corporativa no Brasil.** 2001.

MURCIA, Fernando Dal Ri. **Fatores Determinantes do Nível de *Disclosure* Voluntário de Companhias Abertas no Brasil.** Tese de Doutourado. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

NAKAMURA, Wilson Toshiro *et al.*. **Estudo sobre os níveis de *Disclosure* adotados pelas empresas brasileiras e seu impacto no custo de capital**. In: 30º ENANPAD. Anais. Salvador: Setembro, 2006.

NAKAMURA, Wilson Toshiro *et all.*. **Determinantes de Estrutura de Capital no Mercado Brasileiro – Análise de Regressão com Painel de Dados no Período 1999-2003.** Revista de Contabilidade Financeira da USP, n.44, p.72-85, 2007.

ROGERS, Pablo; SECURATO, José Roberto; RIBEIRO, Kárem C. **Governança Corporativa, Custo de Capital e Retorno do Investimento no Brasil.** Revista de Gestão da USP, v.15, n.1, p.61-77, 2008.

SENGUPTA, Partha ***Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt.*** *The Accounting Review*, v.73, n.4, p.459-474, 1998.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da **Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil.** Tese de Mestrado. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

STANDARD & POOR'S **Definições de Rating da Standard & Poor's**, 2014.

VERRECCHIA, Robert E. ***Essays on Disclosure.*** *Journal of Accounting and Economics*, v.32, p.97-180, 2001.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. ***Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data***. Cambridge: The MIT Press, 2001.

APÊNDICE 1: RELAÇÃO DAS EMPRESAS PERTENCENTES À AMOSTRA

Setor	Empresas	N° de Empresas
Agro e Pesca	Biosev, Brasilagro, Renar Maçãs e SLC Agrícola	4
Alimentos e Bebidas	Ambev, BR Foods, Cosan, Excelsior, JB Duarte, JBS, Josapar, M Dias Branco, Marfrig, Minerva, Oderich, São Martinho, Tereos e Vigor Food	14
Comércio	B2W Digital, BR Pharma, Cia. Brasileira de Distribuição, Dimed, Lojas Americanas, Lojas Marisa, Lojas Renner, Magazine Luiza, Minasmaquinas, Natura, Profarma, RaiaDrogasil e Via Varejo	13
Construção	Azevedo, Cr2, Cyrela Realty, Direcional, Even, Eztec, Gafisa, Helbor, JHSF Part., João Fortes, MRV, PDG Realty, RNI, Rossi Residencial, Sultepa, Tecnisa, Trisul e Viver	18
Eletroeletrônicos	Bematech, Itautec, Positivo e Springer	4
Energia Elétrica	AES Elpa, AES Tietê, Afluente, Alupar, Ampla Energia, Ceb, Ceee-D, Ceee-Gt, Celesc, Celpa, Celpe, Cemar, Cemig, CESP, Coelba, Coelce, Copel, Cosern, CPFL Energia, CPFL Renováveis, CTEEP, Elektro, Eletrobrás, Eletropaulo, EMAE, Energias BR, Energisa, Energisa MT, Eneva, Equatorial, Geração Paranapanema, Light, Neoenergia, Rede Energia, Renova, Statkraft, Taesa e Tractebel	38
Máquinas Industriais	Bardella, Indústrias Romi, Metalfrio e WEG	4
Mineração	Magnesita e Vale	2
Minerais Não-Metálicos	Eternit, Nadir Figueiredo e Portobello	3
Outros	Aliansce, Anima Educação, Bahema, Baumer, BR Malls, BR Properties, Bradespar, CABAmbiental, Casan, Contax, Copasa, CSU Cardsystem, Cyrela CCP, Dasa, Dtcom Direct, Duratex, Estácio Participações, Estrela, Eucatex, Evora, Fleury, General Shopping, GPC Participações, Habitasul, Hypermarcas,	53

	Ideiasnet, Iguatemi, Inepar, Jereissati, Kroton, Localiza, Locamerica, Mills, Multiplan, Parque Hopi Hari, Prumo, Qualicorp, Sabesp, Sanepar, São Carlos, Livraria Saraiva, Ser Educação, Somos Educação, Souza Cruz, SP Turismo, Suzano Holding, Technos, Tecnosolo, Tectoy, Time for Fun, Trevisa, V-Agro e Valid	
Papel e Celulose	Celulose Irani, Fibria, Klabin e Melhoramentos	4
Petróleo e Gás	CEG, Comgas, Petrobrás e QGEP	4
Química	Braskem, Cristal, Elekeiroz, Fertilizantes Heringer, Nortcquímica, Nutriplant, Providência, Ultrapar e Unipar	9
Siderurgia e Metalurgia	Aco Altona, Aliperti, CSN, Ferbasa, Fibam, Forja Taurus, Gerdau, Gerdau Metalúrgica, Kepler Weber, Mangels, Metalurgia Duque, Metal Iguaçu, Metisa, Mundial, Panatlantica, Paranapanema e Tekno	17
Software e Dados	Cielo, Linx, Senior Solution e Totvs	4
Telecomunicações	LaFonte, Oi, Telefônica Brasil e Tim	4
Têxtil	Alpargatas, Arezzo Co., Cambuci, Cedro, Cia. Hering, Coteminas, Cremer, Dohler, Grendene, Guararapes, Indústria Cataguases, Karsten, Le Lis Blanc, Petternati, Santanense, Springs, Vulcabras e Wembley	18
Transporte Serviços	ALL Norte, Arteris, CCR, Concessionária Rio-Teresópolis, Ecorodovias, Invepar, JSL, Log-In, Menezes, MRS Logística, Rumo Logística, Santos Brasil, Tegma, Triunfo Participações e Wilson Sons	15
Veículos e Peças	Embraer, Fras-Le, Iochpe-Maxion, Marcopolo, Metal Leve, Plascar, Randon, Riosulense, Schulz e Tupy	10
Total		**238**

APÊNDICE 2: EVOLUÇÃO DAS EMPRESAS LISTADAS POR SEGMENTO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Setor	Amostra	2010				2011				2012				2013				2014			
		Nível I	Nível II	N. Mercado	Total GC	Nível I	Nível II	N. Mercado	Total GC	Nível I	Nível II	N. Mercado	Total GC	Nível I	Nível II	N. Mercado	Total GC	Nível I	Nível II	N. Mercado	Total GC
Agro e Pesca	4	-	-	3	3	-	-	3	3	-	-	3	3	-	-	4	4	-	-	4	4
Alimentos e Bebidas	14	-	-	8	8	-	-	8	8	-	-	9	9	-	-	9	9	-	-	9	9
Comércio	13	1	-	5	6	1	-	7	8	1	-	8	9	1	1	9	11	1	1	8	10
Construção	18	-	-	15	15	-	-	15	15	-	-	15	15	-	-	15	15	-	-	15	15
Eletroeletrônicos	4	-	-	2	2	-	-	2	2	-	-	2	2	-	-	2	2	-	-	2	2
Energia Elétrica	38	7	4	6	17	7	4	6	17	7	4	6	17	7	5	12	24	7	5	7	19
Máquinas Industriais	4	-	-	3	3	-	-	3	3	-	-	3	3	-	-	3	3	-	-	3	3
Mineração	2	1	-	-	1	1	-	-	1	1	-	-	1	1	-	-	1	1	-	-	1
Minerais não Metálicos	3	-	-	2	2	-	-	2	2	-	-	2	2	-	-	2	2	-	-	2	2
Outros	53	2	3	22	27	3	3	25	31	3	2	27	32	3	3	32	38	3	3	29	35
Papel e Celulose	4	1	-	1	2	1	-	1	2	1	-	1	2	1	-	1	2	-	1	1	2
Petróleo e Gás	4	-	-	-	-	-	-	1	1	-	-	1	1	-	-	1	1	-	-	1	1
Química	9	2	1	2	5	2	-	3	5	2	-	3	5	1	-	3	4	1	-	3	4
Siderurgia & Metalurgia	17	4	-	-	4	5	1	-	6	4	1	1	6	4	1	2	7	4	1	1	6
Software e Dados	4	-	-	2	2	-	-	2	2	-	-	2	2	-	-	3	3	-	-	3	3
Telecomunicações	4	-	-	-	-	-	-	1	1	1	-	1	2	1	-	1	2	1	-	1	2
Têxtil	18	2	-	5	7	2	-	6	8	2	-	6	8	2	-	7	9	2	-	6	8
Transporte e Serviços	15	-	-	7	7	-	-	7	7	-	-	7	7	-	-	7	7	-	-	8	8
Veículos e Peças	10	2	1	2	5	2	1	3	6	2	1	3	6	2	1	5	8	2	1	4	7
Total	**238**	**22**	**9**	**85**	**116**	**24**	**9**	**95**	**128**	**24**	**8**	**100**	**132**	**23**	**11**	**118**	**152**	**22**	**12**	**107**	**141**

Fonte: Dados amostrais. Elaboração própria.