

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE MINAS GERAIS**  
**Curso de Ciências Contábeis com Ênfase em Controladoria**

Tarina Felix Sá Freitas

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E O EFEITO NO CUSTO DE CAPITAL DE  
TERCEIROS**

Belo Horizonte

2014

Tarina Felix Sá Freitas

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E O EFEITO NO CUSTO DE CAPITAL DE  
TERCEIROS**

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Contábeis com ênfase em Controladoria da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais, como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Vagner Antônio Marques

Belo Horizonte

2014

Tarina Felix Sá Freitas

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E O EFEITO NO CUSTO DE CAPITAL DE  
TERCEIROS**

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Contábeis da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais, como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis.

---

Vagner Antônio Marques (Orientador) – PUC Minas

---

Othon Mello – PUC Minas

Belo Horizonte, 28 de dezembro de 2014.

*Dedico este trabalho, primeiramente, à Deus, por ser a luz da minha vida e aos meus pais, por serem exemplo, proteção e guia.*

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço aos meus pais, ao meu orientador Vagner, ao Cláudio e aos mestres do Curso de Ciências Contábeis, que contribuíram para o meu aprendizado. Sem eles, a minha jornada acadêmica seria impossível, assim como a construção desta obra.

*“Há um tempo em que é preciso abandonar as roupas usadas, que já têm a forma do nosso corpo, e esquecer os nossos caminhos, que nos levam sempre aos mesmos lugares. É o tempo da travessia: e, se não ousarmos fazê-la, teremos ficado, para sempre, à margem de nós mesmos.” (FERNANDO PESSOA)*

## RESUMO

O presente estudo realizou uma análise descritiva com dados das empresas inseridas no mercado tradicional, no Nível 1 e 2 de Governança Corporativa e no Novo Mercado da Bovespa. Seu objetivo foi analisar se as empresas que aderiram a um dos níveis de Governança Corporativa ou ao Novo Mercado da Bovespa apresentaram um custo de capital de terceiros menor se comparado às empresas que fazem parte do mercado tradicional. Os dados foram coletados por meio das demonstrações contábeis e notas explicativas de 2013 das 54 empresas selecionadas intencionalmente para a amostra. A pesquisa investigou a eficácia das boas práticas de Governança Corporativa na redução do custo de capital da dívida através da análise por meio da estatística descritiva e inferencial. Os resultados mostraram que o custo de capital de terceiros para as empresas do mercado tradicional são mais elevados quando comparados com as empresas inseridas nos Níveis 1, 2 e Novo Mercado, reforçando que o emprego das boas práticas de Governança Corporativa permite que os credores possuam um controle mais sistematizado de que os responsáveis pela gestão da empresa farão investimentos positivos, trazendo um retorno para os mesmos e gerando valor para a empresa, reduzindo assim, o custo de capital de terceiros.

Palavras-chave: Governança Corporativa. Fontes de Financiamento. Teoria da Agência. Custo de Capital.

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b>	<b>19</b>
1.1 Contextualização do tema	19
1.2 Problema	21
1.3 Objetivos	21
1.3.1 <i>Objetivo Geral</i>	21
1.3.2 <i>Objetivos Específicos</i>	22
1.4 Justificativa	22
1.5 Estrutura do trabalho	23
<b>2 REFERENCIAL TEÓRICO</b>	<b>24</b>
2.1 Fontes de financiamento e estrutura de capital	24
2.2 Teoria do Custo de Capital	26
2.3 Estrutura de Governança e seu efeito no custo de capital	28
2.3.1 <i>Teoria da Agência</i>	28
2.3.2 <i>Governança Corporativa</i>	30
2.3.3 <i>Níveis de Governança Corporativa</i>	30
2.3.4 <i>Governança Corporativa e o custo de capital</i>	32
2.4 Pesquisas Anteriores	34
<b>3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS</b>	<b>38</b>
3.1 Classificação da pesquisa	38
3.1.1 <i>Quantos aos objetivos</i>	38
3.1.2 <i>Quantos aos procedimentos</i>	38
3.1.3 <i>Quanto à abordagem do problema</i>	39
3.2 Amostra e coleta de dados	39
3.3 Técnica de análise de dados	41
3.3.1 <i>Estatística Descritiva e Inferencial</i>	41
<u>3.3.1.2 <i>Teste Kruskal-Wallis</i></u>	42
<b>4 ANÁLISE DOS DADOS</b>	<b>43</b>
4.1 Estatística Descritiva das variáveis analisadas	43
4.2 Teste de diferenças entre as médias anuais	47

<b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS</b>	<b>50</b>
<b>REFERÊNCIAS</b>	<b>52</b>
<b>APÊNDICE A – APRESENTAÇÃO DA AMOSTRA</b>	<b>56</b>

# 1 INTRODUÇÃO

## 1.1 Contextualização do tema

A separação entre propriedade e gestão gera diversos impasses e custos. A partir deste conflito surgiu um modelo de gestão que prioriza a transparência, a prestação de contas, a equidade e a responsabilidade corporativa, chamado Governança Corporativa.

De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2004), instituição incumbida pela elaboração e a fiscalização da utilização dessas práticas no Brasil, governança corporativa é o sistema que garante aos sócios-proprietários a gestão estratégica da empresa e a efetiva monitoração da diretoria executiva.

Os conflitos de agência não acontecem apenas entre controladores e gestores, mas também entre os acionistas minoritários e os acionistas majoritários.

Este conflito surge da desigualdade de direitos consecutivos da existência de mais de uma classe de votos ou do uso discricionário do poder exercido pelos majoritários em detrimento dos interesses dos minoritários.

Djankov *et al.* citado por Rogers *et al.* (2008), alegam que esse é o conflito de agência mais comum presente na maioria dos países onde existe uma forte concentração de propriedade, como no Brasil.

O grupo de controle majoritário pode executar diferentes maneiras de expropriação dos acionistas minoritários, podendo-se destacar as seguintes:

- a) sobreposição do comando e da gestão, com finalidade de favorecer interesses próprios;
  - b) demasiados pagamentos de salários ou de outros benefícios, diretos e indiretos, aos controladores dirigentes;
  - c) auto nomeações ou nepotismo para ocupações nos conselhos e outros órgãos corporativos, desprezando-se atribuições e méritos requeridos;
  - d) transações a preços privilegiados com empresas pertencentes ao grupo controlador;
  - e) utilização fechada de informações privilegiadas;
  - f) possibilidade de empréstimos tomados da corporação em condições privilegiadas.
- (ANDRADE; ROSSETTI, 2006, p. 36)

Sendo assim, o motivo para o uso do sistema de governança corporativa no Brasil vem vinculado à necessidade de fortalecer os direitos dos acionistas minoritários, no sentido de possibilitar a utilização do mercado de capitais como alavanca para a pulverização acionária e como fonte de captação para as empresas. (TAKEUCHI *et al.*, 2009)

No Brasil um passo relevante para promover às práticas de Governança Corporativa foi dado em 2000 pela Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), com o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa. As entidades que voluntariamente aderissem o contrato com a Bovespa para entrar em alguns dos três níveis ficariam vinculadas a seguir a cumprir um conjunto de normas e condutas superiores de governança corporativa.

Segundo Cicogna *et al.* (2007), os níveis se diferenciam pelas práticas de governança adotadas pelas empresas, as quais, de uma forma geral, aumentam o seu grau de superioridade das práticas de governança corporativa adotadas à medida que passam para o Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, respectivamente. A companhia é categorizada no Nível 1, se adotar um comprometimento com o aperfeiçoamento na qualidade das informações fornecidas ao mercado e com a pulverização acionária; ou no Nível 2, no qual, além dos deveres contidos no Nível 1, a empresa incorporar um conjunto mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários.

Já a principal distinção do Nível 2 para o Novo Mercado é a possibilidade de a empresa ter ações preferenciais em sua estrutura de capital. Existem, dessa forma, quatro segmentos distintos para classificação das ações na Bovespa, que são: mercado tradicional, que é aquele em que as empresas não adotam nenhum dos níveis de práticas de governança corporativa, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.

Além de elevar a segurança para os agentes financeiros em investimentos de longo prazo, outro relevante motivo da criação desse novo instrumento de governança é o aumento da possibilidade de captar recursos a custos competitivos para as empresas participantes.

Em junho de 2001 a Bovespa criou o Índice de Governança Corporativa (IGC), para aferir a valorização da carteira das entidades que estivessem inseridas em algum dos Níveis Diferenciados e do Novo Mercado.

Nesse contexto, os mecanismos de proteção aos acionistas e credores surgiram prometendo às empresas que investem em governança corporativa obter valorização da organização, já que os financiadores estariam sujeitos a um menor risco de expropriação de seu capital; e também a comercialização das ações e títulos da empresa e o acesso ao mercado de capitais seriam facilitados, levando a uma redução do custo de capital. (SALMASI, 2007)

A redução do custo de capital da empresa e o aumento da liquidez de suas ações e títulos no mercado se configurariam por consequência do fato de que, expostos a um menor risco os financiadores de capital, sejam eles por meio de ações (capital próprio) ou dívida (capital de terceiros), solicitariam um menor retorno sobre seus investimentos.

Um sistema de governança corporativa eficiente pode gerar, além da redução do custo de capital, um conjunto de benefícios internos que melhoram as perspectivas de fluxo de caixa da companhia. Dentre esses benefícios, estão o aprimoramento do processo decisório da alta gestão e a separação clara de papéis entre acionistas, conselheiros e executivos. Também ocorre uma melhoria dos mecanismos de avaliação de desempenho e recompensa dos executivos e uma diminuição da probabilidade de ocorrência de fraudes e corrupção. E, ainda, a maior institucionalização e a melhor imagem da companhia.

Fatores desse tipo são levados em consideração pelos investidores de longo prazo, especialmente os institucionais, quando definem quanto estão dispostos a pagar por uma determinada ação. O fator determinante é o risco do negócio. A governança bem instalada leva a uma percepção por parte dos acionistas que não são controladores ou não estão na gestão, de risco menor de expropriação.

O desafio é estabelecer se existe de fato alguma relação de causa e efeito entre a adoção de boas práticas de governança e o custo de capital, buscando identificar se o argumento de que o custo de capital para empresas que aderiram ao Nível 1, 2 ou Novo Mercado reduz em decorrência da adoção de boas práticas de governança corporativa, é válido ou não.

## **1.2 Problema**

Diante disso a pesquisa visa responder o seguinte problema: Qual o efeito da Governança Corporativa no custo de capital da dívida das entidades que negociam ações em um dos níveis de Governança Corporativa ou no Novo Mercado?

## **1.3 Objetivos**

### ***1.3.1 Objetivo Geral***

Analisar se empresas que aderiram a um dos níveis de Governança Corporativa ou ao Novo Mercado da Bovespa tiveram impacto no custo de capital da dívida de suas empresas, em detrimento de empresas que fazem parte do mercado tradicional. Este estudo possui o intuito de avaliar a eficácia das boas práticas de governança corporativa na redução do custo de capital da dívida.

### ***1.3.2 Objetivos Específicos***

1. Identificar os níveis de governança das empresas não financeiras que participam do IBOVESPA;
2. Mensurar o custo do capital de terceiros das empresas participantes da amostra;
3. Analisar a significância estatística das médias das variáveis estudadas.

### **1.4 Justificativa**

A partir dos avanços do conhecimento acadêmico e mercadológico das práticas de Governança Corporativa, os acadêmicos buscam a explicação de que há uma redução do custo de capital, um aumento do valor das empresas e um desenvolvimento do mercado de capitais quando estas adotam as práticas de Governança Corporativa.

De acordo com Silveira (2002), a maioria das pesquisas de Governança Corporativa busca descobrir uma estrutura mais eficiente de governança, a fim de diminuir a diferença entre o valor da companhia, caso fosse operada de forma ótima, e sua avaliação atual de mercado.

Para ativar a economia do país é notável como podem ser relevantes as práticas de Governança Corporativa, visto que as empresas modernas listadas em Bolsa no Nível 1 ou 2 de Governança Corporativa ou no Novo Mercado dinamizam a Bolsa de Valores, elevando ainda mais o nível de confiança do mercado investidor nacional e internacional,.

Através deste estudo é possível discutir sobre o incentivo às empresas médias a se prepararem para o lançamento de seus títulos e as vantagens para as empresas do mercado tradicional ao adotar práticas de Governança Corporativa, inserindo-se em um dos níveis ou no Novo Mercado da Bovespa.

De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC (2004), as boas práticas de governança corporativa tem o objetivo de adicionar valor à sociedade, propiciar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade.

Rogers (2006) afirma que boas práticas de Governança Corporativa podem diminuir o risco para o investidor, com a conseqüente valorização das ações, aumentando porventura, em razão da maior demanda, a liquidez e o volume negociado. Com o aumento de valor das ações das empresas, pode haver, portanto, uma redução do custo de capital – para as empresas, isso significa captação de recursos a custos menores, com a probabilidade de retornos maiores sobre os investimentos; e para os acionistas, maiores dividendos.

Nesta mesma linha, Claessens citado por Garbrecht (2013) afirma em relação à redução no custo de capital das companhias, que a literatura tem identificado alguns canais nos quais a governança corporativa afeta o crescimento e o desenvolvimento das empresas. Os canais apontados pelo autor são: (i) redução do custo de capital, associado com uma melhor avaliação das empresas; (ii) maior acesso ao financiamento externo; (iii) melhor desempenho organizacional, pela melhor alocação de recursos e gestão; (iv) redução do risco em crises financeiras e; (v) relações geralmente melhores entre as partes interessadas. Dentre os fatores de melhoria proporcionados pela governança, o presente estudo busca corroborar empiricamente os resultados encontrados na análise dessa relação, apontadas por Claessens, em que a governança influencia diretamente na redução do custo de capital, ocasionando uma melhor atratividade dos investimentos e crescimento da companhia.

Sendo assim, esta pesquisa se justifica na medida em que identifica por meio da prática metodológica se a governança corporativa possui relação com a redução do custo de capital da dívida nas empresas, considerando como a estrutura de capitais e o custo de capital em uma empresa são importantes para suas decisões financeiras, sejam elas de investimento ou de financiamento.

## **1.5 Estrutura do trabalho**

O presente estudo divide-se em três capítulos, fora a introdução e as considerações finais.

No primeiro capítulo disserta-se sobre os embates teóricos do trabalho, discutindo-se sobre a estrutura de financiamento, o custo de capital e a Governança Corporativa. No segundo capítulo faz-se uma classificação da metodologia de pesquisa, apresentação da amostra selecionada e descrição das estatísticas e fórmulas utilizadas para o cômputo do custo de capital das empresas. No terceiro capítulo apresentam-se os resultados e a análise comparativa do custo de capital de terceiros das empresas do mercado tradicional, dos Níveis de Governança ou do Novo Mercado da Bovespa, a fim de captar o impacto das melhores práticas de governança corporativa.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 Fontes de financiamento e estrutura de capital

De forma simplificada, existem apenas duas formas através das quais uma empresa pode obter recursos – endividamento ou ações, que corresponde, respectivamente, ao capital de terceiro e ao capital próprio.

Brealey *et al.* (2008), explicam que quando a empresa é inteiramente financiada por capitais próprios, todos os fluxos de caixa pertencem aos acionistas e quando a empresa se endivida e emite ações, divide os fluxos de caixa em duas partes: uma, relativamente segura, que se destina aos detentores dos títulos de dívida, e uma outra, com maior risco, que se destina aos detentores de ações.

A composição da carteira dos diferentes títulos emitidos pela empresa é conhecida por estrutura de capital. (BREALEY *et al.*, 2008). Damodaran citado por Leites (2008), a dívida se diferencia do capital próprio porque o endividamento confere ao portador, direitos sobre um conjunto controlado de fluxos de caixa, que normalmente são os juros, enquanto que ações conferem ao portador, direitos sobre quaisquer fluxos de caixa residuais após terem sido atendidos todos os demais compromissos.

Outras diferenças importantes que podem auxiliar na decisão quanto à estrutura de capital de uma empresa é que aos investidores de ações são geralmente concedidos os postos mais importantes ou toda a administração da empresa, enquanto que os credores tem um papel mais passivo na administração, exercendo no máximo, um poder de veto sobre as decisões financeiras importantes. Outro ponto é que a dívida tem uma data de vencimento fixa, já as ações geralmente existem por período não-determinado.

Damodaran (2002) comenta ainda a diferença desses dois em relação ao benefício que as leis tributárias normalmente oferecem aos portadores de dívidas, ao tratar despesas com juros de forma muito diferente e muitas vezes com mais vantagens em detrimento aos dividendos e outros fluxos de caixa que resultam do patrimônio líquido. Um exemplo disto é que as despesas com juros são dedutíveis dos impostos e, desta forma, geram economias de impostos, enquanto que pagamentos de dividendos devem ser feitos a partir de fluxos de caixa pós-imposto de renda.

As empresas devem, antes de estabelecer a estrutura de capital-alvo, analisar vários fatores. Esse alvo pode sofrer alterações ao longo do tempo conforme as condições se modifiquem, contudo, a qualquer momento específico, a administração deve ter em mente

uma estrutura de capital específica. Segundo Brigham e Ehrhardt (2006), a política de estrutura de capital envolve um *trade-off* entre risco e retorno que deve ser cuidadosamente analisado.

A denominada teoria tradicional, marco inicial sobre o estudo da escolha da estrutura de capital, sustentava a existência de uma combinação ótima de capital que maximizaria o valor da empresa, o que perdurou como referencial teórico até a publicação do estudo de Modigliani e Miller, no qual os autores defenderam a tese da “[...] irrelevância da estrutura de capital para maximizar o valor da empresa, em ambiente de mercados perfeitos.” (GITMAN, 2001, p.47).

Conforme explicam Brealey *et al.* (2008), Modigliani e Miller mostraram que a política de dividendos não interessa em mercados de capitais perfeitos e também demonstraram que as decisões de financiamento são irrelevantes em mercados perfeitos. O valor da empresa é determinado pelos seus ativos reais e não pelos títulos que emite.

Em outras palavras, a estrutura de capital de uma empresa, ou o modo pelo qual ela financia suas operações, não influencia o seu valor. Naturalmente, as premissas colocadas no modelo eram irrealistas e, após a publicação desse trabalho, vários autores se empenharam na construção de uma teoria que pudesse explicar a existência de diferentes estruturas de capital entre diversas empresas e setores, com base exatamente no cancelamento de cada uma das premissas impostas por aqueles autores.

Uma dessas teorias se encontra no trabalho desenvolvido por Myers, o qual utilizou dois caminhos metodológicos distintos tentando encontrar outras formas de compreender as decisões de estrutura de capital utilizada pelas empresas.

No primeiro, adotou a premissa de que as empresas mantêm uma estrutura-meta de endividamento (*static trade off*). No segundo, afirmou que as empresas baseadas na assimetria informacional optam por uma hierarquia de fontes de financiamento (*pecking order*), que revelaria a sequência abaixo:

1. lucros retidos, a partir de política de dividendos bem definida;
2. endividamento com recursos menos arriscados e, após o esgotamento desses, para recursos onerosos de maior risco;
3. financiamento por emissão de ações ordinárias. (BREALEY; MYERS, 1992, p. 79)

Sendo assim, na prática, a estrutura de capital pode ser realmente relevante, mas apesar disso é preciso entender completamente as condições em que a teoria de Modigliani e Miller é válida para compreender claramente por que uma dada estrutura de capital é melhor

do que outra. O gestor financeiro precisa conhecer que tipos de imperfeições deverá procurar no mercado. (BREALEY *et al*, 2008)

## 2.2 Teoria do Custo de Capital

O custo de capital está presente em dois grandes campos de estudo de finanças: é a taxa que faz o elo entre as decisões de financiamento e de investimento da empresa. De um lado, é a taxa esperada de retorno que o acionista e o credor desejam para investir seu capital na empresa, ao invés de investi-lo em outro ativo de mesmo risco disponível no mercado, gerando, assim, o custo do capital por parte da empresa. Por outro lado, é a taxa de desconto utilizada para a aceitação de projetos e avaliação de empresas.

Dentro desse contexto, em qualquer que seja o ponto de vista, seja de financiamento seja de investimento, o menor custo de capital da empresa e, conseqüentemente, a menor taxa de desconto utilizada é sempre desejada.

Isto se deve porque, com um custo menor de captação de capital, pode-se aceitar um número maior de projetos e, conseqüentemente, trazer retorno para o capital aplicado, desde que os projetos possuam um Valor Presente Líquido (VPL) positivo. Além disso, há uma valorização da empresa, pois o valor da empresa é medido através dos fluxos de caixa descontados. Sendo assim, diminuindo-se o custo de capital da empresa, que representa o denominador da equação, tem-se uma valorização da empresa sem necessariamente haver um aumento nos seus fluxos de caixa futuros.

Vale lembrar que o custo de capital é sempre calculado como sendo a taxa futura esperada do custo de capital que a empresa terá, sendo representada pelas expectativas do investidor, considerando a inflação e o risco envolvido. Sendo assim, se considera para o seu cálculo o custo de capital de longo prazo da empresa em termos nominais, considerando-se a inflação.

Com relação a este assunto, Brealey e Myers (1992) consideram a não inclusão do custo do capital de curto prazo da empresa no cálculo do custo médio ponderado de capital da empresa incorreto, porque os financiadores de curto prazo da empresa também podem requerer sua parte nos resultados obtidos pela companhia. Entretanto, os autores fazem uma ressalva, considerando que essa não inclusão não seria relevante, caso a dívida seja apenas um financiamento temporário, sazonal ou ocasional, não sendo utilizada para o financiamento de ativos de longo prazo.

O custo de capital da empresa é calculado, de acordo com Ross (2002), Gitman (2001), Brealey e Myers (1992), Damodaran (2002), dentre outros autores, por meio do Custo Médio Ponderado de Capital ou WACC (*weighted average cost of capital*). Este é o custo de capital da empresa como um todo. O cálculo considera as proporções de cada um dos capitais de longo prazo no capital total da empresa, ou seja, na sua estrutura de capital, conforme pode ser visto a seguir:

$$WACC = (K_c \times W_c) + (K_p \times W_p) + (K_d \times (1 - t) \times W_d) \quad (1)$$

**Equação– Custo Médio Ponderado de Capital (WACC)**

Onde:

WACC – Custo Médio Ponderado de Capital (*Weighted average cost of capital*)

$k_e$  – custo de ação ordinária

$k_p$  – custo da ação preferencial

$k_d$  – custo da dívida antes do imposto

$t$  – taxa de imposto

$W_e$ ,  $W_p$ ,  $W_d$  – porcentagem da ação ordinária, ação preferencial e dívida, respectivamente, na estrutura de capital da empresa.

Como se pode observar na fórmula acima, há a dedução da taxa de imposto do custo de capital da dívida. Isto se deve pelo fato de que a dívida é dedutível do pagamento do imposto de renda e, portanto, o custo associado a ela é reduzido. Deste modo, considera-se que há um benefício fiscal associado à dívida.

Vale ressaltar que a fórmula do custo médio ponderado de capital (CMPC), que representa o custo de capital de uma empresa alavancada, é apresentada de forma resumida, considerando apenas as ações ordinárias, as ações preferenciais e a dívida.

De acordo com Damodaran (2002), Ross (2002), e Brealey e Myers (1992), as proporções de cada um dos tipos de capital para o cálculo do custo de capital da empresa devem ser calculados com base no valor de mercado da composição da estrutura de capital da empresa e não nos valores contábeis. Isto se deve porque os valores de mercado estão mais próximos do montante que seriam efetivamente recebidos com a venda das obrigações (ROSS, 2002, p. 254). Além disso, o levantamento de capital para o investimento em projetos será obtido no mercado financeiro de longo prazo a taxa corrente e não no histórico contábil disponível nas demonstrações financeiras, justificando, assim, a utilização da proporção e do custo de capital a valor de mercado.

Já Brigham *et al.* (2001, p. 203) e Gitman (2001, p. 413) são mais flexíveis quanto ao tipo de dado utilizado. Ambos os autores consideram que os pesos para os cálculos do custo médio ponderado de capital da empresa podem basear-se tanto nos valores contábeis, como nos valores de mercado, ou até mesmo em uma estimativa ótima da estrutura de capital feita pelos administradores da empresa, o que estaria relacionado com as teorias de estrutura de capital que buscam uma estrutura ótima de capital que seria almejada no futuro.

De acordo com o que foi anteriormente visto, o WACC é composto das diversas formas de capital que fazem parte da estrutura de capital da empresa e é a fórmula de cálculo mais utilizada para se obter o custo de capital da empresa como um todo.

Já para computar apenas o custo de capital que se refere à dívida (capital de terceiros), conforme Sengupta, Francis et al., Lima e Francis, Khurana e Pereira citados por Nardi e Nakao (2009, p.86), aplica-se a seguinte fórmula:

$$K_i = \frac{Desp. Financ.}{PO} \quad (2)$$

Onde,

$K_i$  = custo da dívida

Desp. Financ. = Juros sobre empréstimos e financiamentos

PO = Passivo oneroso de curto e longo prazo

## **2.3 Estrutura de Governança e seu efeito no custo de capital**

### **2.3.1 Teoria da Agência**

A evolução da sociedade acarreta transformações em todas as áreas, o surgimento das grandes corporações, por exemplo, promoveu demandas que requereram alterações na estrutura física, financeira, patrimonial e de gestão das organizações.

Essa afirmação contextualiza o foco deste estudo, pois o crescimento das empresas ocasionou o compartilhamento do poder organizacional. A separação entre o controle e a propriedade, através da figura do agente (administrador) e do principal (dono do capital) foi importante para suportar um novo perfil de organização, requerendo, por seu porte e complexidade, uma gestão mais especializada.

A relação de agência é definida por Jensen e Meckling citado por Arruda *et al.* (2008), como um contrato em que uma pessoa, o principal, emprega uma outra pessoa, o agente, para realizar algum serviço em seu favor, envolvendo a delegação de alguma autoridade de decisão ao agente. Hendriksen e Van Breda (1999) afirmam que a Teoria da Agência surge quando o agente se compromete a realizar certas tarefas para o principal e este se compromete a remunerá-lo.

Conforme Bianchi (2005), a teoria da agência se preocupa com os problemas causados por informações incompletas ou de pouca relevância para o objetivo do principal, o que se denomina de assimetria de informação. Segundo Milgron e Roberts (1992), a assimetria de informação pode ser caracterizada como uma situação na qual uma das partes da transação não possui toda a informação necessária para averiguar se os termos do contrato que está sendo proposto são mutuamente aceitáveis e serão implementados, bem como para avaliar a *performance* individual dos envolvidos.

Silva (2006) considera que a separação entre a propriedade e a gestão é fonte de virtualidades, principalmente para a sociedade, na medida em que tem permitido que se concretizem investimentos e, conseqüentemente, se dinamize a atividade econômica.

No entanto, além de benefícios incontestáveis para a gestão da empresa nesse novo contexto, a separação entre o controle e a propriedade também acarreta problemas, derivados da ocorrência de conflitos entre o principal e o agente e, conseqüentemente, custos de agência.

Esses conflitos, em síntese, seriam derivados do fato de que o agente poderia, por vezes, tomar decisões que buscassem maximizar a sua riqueza em detrimento da riqueza da organização, contrariando os objetivos do principal. Sob esse enfoque, podem-se citar alguns dos grandes escândalos corporativos que ocorreram nos mercados financeiros e de capitais norte-americanos: Enron, WorldCom e Xerox, cuja repercussão negativa contribuiu no sentido de promover uma revisão drástica no sistema de gestão vigente nas companhias, já que as práticas antiéticas de administradores e a fragilidade de controles da alta administração das empresas foi capaz de promover uma grande crise no mercado de capitais, em decorrência de prejuízos a investidores, a funcionários e a sociedade em geral.

A minimização dos problemas derivados da falta de alinhamento entre os objetivos do agente e do principal requereu a formatação de um conjunto de regras, definidas por um sistema de gestão denominado de Governança Corporativa.

### **2.3.2 Governança Corporativa**

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2002, p. 1) define governança corporativa como sendo “[...] o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital.”

Para Silva (2006), o conceito de governança corporativa tem como objetivo maior criar condições para uma organização mais racional, ética e pluralista da economia.

Conforme Bianchi (2005), a governança corporativa é um conjunto de mecanismos que serve para monitorar a gestão e o desempenho das organizações, através de um esforço contínuo em alinhar os objetivos da alta administração aos interesses dos acionistas ou proprietários.

Em sua essência, portanto, a governança corporativa busca recuperar e garantir a confiabilidade da empresa sob a ótica de seus grupos de interesses, envolvendo os acionistas, funcionários, fornecedores, consumidores, comunidade e governo.

Nos anos 50 já se falava em governança corporativa, porém somente na década de 90 passou a ser conhecida mundialmente, inclusive com essa terminologia, pois em 1992 foi lançado na Inglaterra o Código das Melhores Práticas da *Cadbury Commission*, conhecido como *Cadbury Report*. No Brasil, em 1995, foi criado o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), que em 1999 recebeu a denominação de Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), sendo divulgado em maio do mesmo ano o primeiro código de melhores práticas de governança corporativa (SILVA, 2006).

### **2.3.3 Níveis de Governança Corporativa**

A adesão às práticas de governança corporativa é realizada através de adesão voluntária, para as quais a BOVESPA definiu um segmento especial, composto por três níveis que se diferenciam pelo grau de aderência da companhia a essas práticas.

Para integrar a listagem do Novo Mercado, segundo a BOVESPA (2009), a empresa tem que ser uma companhia aberta com as seguintes obrigações: realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital; manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital; extensão a todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia – *tag along*; estabelecimento de um mandato

unificado de um ano para todo o Conselho de Administração; disponibilização de balanço anual, seguindo as normas internacionais de contabilidade; introdução de melhorias nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial; obrigatoriedade da realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado; e, cumprimento de regras de *disclosure* em negociações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa.

As companhias do Nível 1 se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. Assim, as regras estabelecidas pela BOVESPA (2009) para o Nível 1 são: manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital; realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital; melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial; cumprimento de regras de *disclosure* em operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa; divulgação de acordos de acionistas e programas de *stock options*; e, disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos.

As companhias do Nível 1 e seus administradores deverão, ainda, pelo menos uma vez ao ano, realizar reunião pública com analistas de mercado e com quaisquer outros interessados, para divulgar informações quanto à sua respectiva situação econômico-financeira, aos seus projetos e às suas perspectivas futuras.

Para a classificação como companhia de Nível 2, além da aceitação das obrigações contidas no Nível 1, a empresa e seus controladores adotam um conjunto bem mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários. A BOVESPA (2009) estabelece resumidamente que os critérios de listagem de companhias do Nível 2 são: mandato unificado de um ano para todo o Conselho de Administração; disponibilização de balanço anual, seguindo as normas internacionais de contabilidade; extensão a todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 70% desse valor para os detentores de ações preferenciais; direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo; obrigatoriedade da realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação pelo valor econômico, nas hipóteses de

fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação nesse Nível; e, adesão à Câmara de Arbitragem para a resolução de conflitos societários.

O mais recente segmento criado pela BOVESPA (2009) é o BOVESPA MAIS, idealizado para tornar o mercado acionário brasileiro acessível a um número maior de empresas, principalmente àquelas que sejam particularmente atrativas aos investidores que buscam investimentos de médio e longo prazo e cuja preocupação com o retorno potencial sobrepõe-se à necessidade de liquidez imediata.

Esse segmento segue o mesmo princípio do Novo Mercado, que exige elevados padrões de governança corporativa e transparência. É indicado para empresas que desejam ingressar no mercado de capitais de forma gradativa, destacando-se as empresas de pequeno e médio porte que buscam crescer utilizando o mercado acionário como uma importante fonte de recursos.

Como se pode notar, a classificação da companhia dentre os níveis definidos pela BOVESPA considera o grau de comprometimento, sendo semelhante a um selo de qualidade da transparência da companhia com seus *stakeholders* (grupos de interesse).

#### ***2.3.4 Governança Corporativa e o custo de capital***

Grande parte da literatura de governança corporativa descreve que o benefício da adoção de práticas de governança corporativa reflete-se na minimização da expropriação dos acionistas minoritários pelos majoritários, ou dos acionistas pelos administradores, e na redução do custo de capital da empresa e aumento do seu valor.

O IBGC (2004, p. 6) declara que “[...] as boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da organização, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade.”

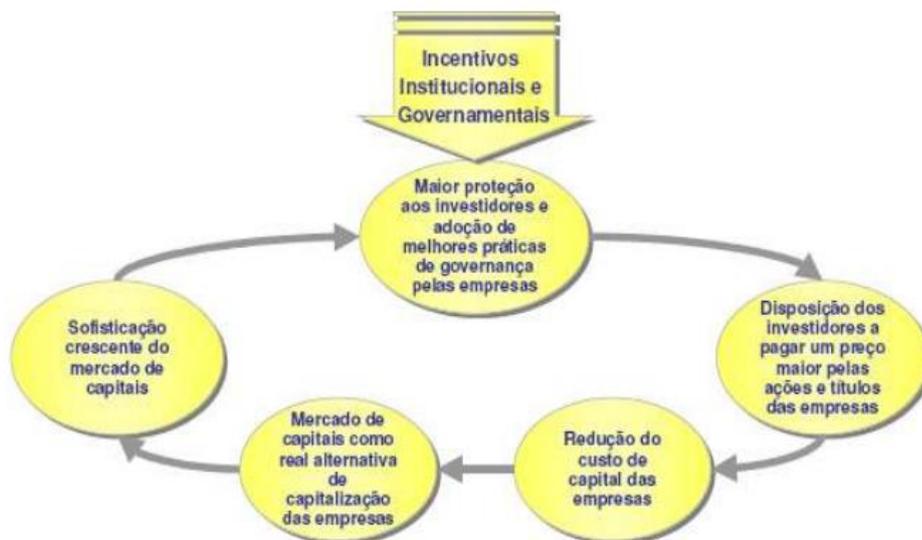
O Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa (IBGC, 2004, p. 9), tem como objetivo central: “[...] indicar caminhos para todos os tipos de sociedades – por ações de capital aberto ou fechado, limitadas ou civis – visando a: aumentar o valor da sociedade, melhorar seu desempenho, facilitar seu acesso ao capital a custos mais baixos e contribuir para sua perenidade.”

Mais especificamente quanto à redução do custo de capital, ela envolve tanto a confiabilidade dos acionistas e quanto dos credores da empresa. Com a adoção de práticas de governança corporativa, os acionistas e credores possuem um controle mais sistematizado de que os responsáveis pela gestão da empresa farão investimentos de VPL positivos, trazendo

um retorno para os mesmos e gerando valor para a empresa. Deste modo, a taxa futura exigida pelos acionistas e credores é menor, pois há menos riscos envolvidos.

Existe, atualmente, uma crescente expectativa entre os agentes do mercado sobre a possível geração de um círculo virtuoso da governança corporativa. A maior proteção aos investidores minoritários criaria a percepção de que estes não sofrerão expropriação por parte dos acionistas controladores, assim aumentando o valor que estariam dispostos a pagar pelas ações, o que produz uma redução do custo de capital das empresas. Desta forma, as firmas se financiariam crescentemente através do mercado de capitais, estimulando o desenvolvimento do mesmo, assim como da economia como um todo.

**Figura 1: Círculo virtuoso da Governança Corporativa no Brasil**



**Fonte: Di Miceli da Silveira. "Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil", (p. 40, 2002)**

McKinsey citado por Salmasi (2007) realizou uma pesquisa que contou com a participação de administradores da bolsa de valores, reguladores de mercado e autoridades governamentais em vinte países de mercados emergentes, incluindo Ásia, Leste Europeu e América Latina. 44% dos respondentes responderam que acreditam que há uma redução do custo de capital e melhora do desempenho da empresa quando são adotadas melhores práticas de governança corporativa.

## 2.4 Pesquisas Anteriores

A maior parte dos trabalhos realizados sobre o assunto mostra que o emprego das boas práticas de governança corporativa acaba aumentando a demanda pelos papéis da empresa, valorizando os títulos de sua emissão e reduzindo o custo de capital.

Esse fato, associado a uma exigência dos demandantes — fundos de pensão, investidores estrangeiros, entre outros —, tem levado a uma maior preocupação das empresas com a adoção de boas práticas de governança.

Alguns estudos especificamente em relação às pesquisas que estudaram se empresas com melhores práticas possuem menor custo de capital, três se destacam: Lima et al. (2004), Vieira e Mendes (2004) e Alencar e Lopes (2005).

Lima et al. (2004) verificaram se o custo de captação via debêntures no mercado de capitais brasileiro é menor para empresas que aderiram ao Novo Mercado, buscando identificar se o argumento de que o custo de capital reduz em decorrência da adoção de boas práticas de governança corporativa é válido ou não. Os autores não encontraram evidência que suportasse qualquer diferencial nos custos de captação via debêntures, seja por uma empresa que tenha aderido ao Novo Mercado, seja por uma empresa que não tenha aderido.

Vieira e Mendes (2004) calcularam a relação existente entre o valor da ação e o lucro líquido por ação das empresas participantes de quatro índices da Bovespa: Ibovespa, IBrX-100, IBrX-50 e IGC. A relação entre o valor da ação e o lucro líquido por ação no período de 25/06/01 a 13/09/04 para esses quatro índices foi, respectivamente: 15,66, 16,81, 15,40 e 22,68. Ressalta-se que os autores, em sua metodologia, excluíram as empresas que faziam parte simultaneamente de mais de um índice.

De acordo com Vieira e Mendes (2004), nota-se que as empresas presentes no IGC apresentaram uma superioridade representativa em relação às empresas participantes de outros índices quando se trata do preço da ação em relação ao lucro líquido. “Tal resultado vai na direção das conclusões existentes sobre o assunto, as quais afirmam que as práticas de governança são capazes de reduzir o custo de captação das empresas.” (VIEIRA e MENDES, 2004, p.113).

Alencar e Lopes (2005) objetivaram investigar se o nível de *disclosure*, um dos pilares da boa governança, influencia o custo de capital para as empresas negociadas no mercado de capitais brasileiro. A pesquisa compreendeu o exame dos dados de 222 empresas listadas em bolsa, extraídos da base de dados Economatica. Com base nos dados pesquisados, os autores concluíram que no mercado brasileiro o nível de *disclosure* não afeta o custo de capital.

Alencar e Lopes (2005), ressaltando os resultados, afirmam que a implementação de práticas diferenciadas de governança corporativa, evidenciada pela indexação da empresa no IGC, não resultou em alteração do custo de capital.

Outros trabalhos relevantes, porém menos específicos quanto à redução do custo de capital, estão listados no quadro a seguir:

**Quadro 1 – Resumo dos trabalhos empíricos que estudaram a *performance* de empresas que aderiram ao Novo Mercado e aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa**

(continua)

Autor (es)	Objetivo	Considerações
LIMA e TERRA (2004)	Investigar, por meio de um estudo de eventos, se a divulgação das informações contidas nas demonstrações financeiras das empresas de capital aberto com ações negociadas na Bovespa afeta igualmente as empresas em geral e aquelas com sinalizadores diferenciados de boas práticas de governança corporativa.	Os resultados revelaram que os investidores reagem de forma diferenciada a alguns sinalizadores de boas práticas de governança corporativa das empresas; no entanto, não constataram que a adesão às regras de governança da Bovespa produz reação diferenciada significativa por parte do mercado.
BATISTELLA et al. (2004)	Analisar, por meio de um estudo de eventos, se a adoção de diferenciadas práticas de governança corporativa implica uma maior valorização da empresa.	Verificou-se que a presença de retornos anormais positivos nos preços das ações não foi estatisticamente superior à dos retornos anormais negativos, o que indica que provavelmente não ocorreu uma maior valorização das companhias que adotaram diferenciadas práticas de governança corporativa.
AGUIAR, CORRAR e BATISTELLA (2004)	Analisar os impactos causados sobre três variáveis (quantidade média, volume médio em Reais e preço médio das ações) depois da implementação do Nível 1 de Governança Corporativa da Bovespa.	Os resultados sugeriram que não ocorreram mudanças positivas significativas com a migração para o Nível 1 de Governança Corporativa. Não se constatou aumento ou valorização da quantidade média, do volume médio em Reais e do preço médio das ações após a migração das empresas.
ROGERS, RIBEIRO e SOUSA (2005)	Avaliar, por meio de um estudo de carteiras, a <i>performance</i> do IGC comparativamente ao Ibovespa, IBrX, IBrX-50, FGV-E e FGV-100, em três classes de indicadores: retornos, risco e retornos ajustados ao risco.	Concluíram que, apesar de poucas evidências estatísticas, o IGC apresentou uma boa <i>performance</i> , corroborando a eficácia de melhores práticas de governança corporativa.

(continua)

Autor (es)	Objetivo	Considerações
ROGERS (2006)	Investigar se práticas de governança corporativa superiores reduzem a exposição dos retornos das ações a fatores macroeconômicos, e em que medida a instituição de tais práticas se relaciona com o crescimento econômico.	Encontraram-se indícios de que melhores práticas de governança corporativa, medidas pelo IGC, reduzem a exposição dos retornos das ações a fatores macroeconômicos, e que empresas adotantes de tais práticas possuem melhores performances (colhem mais benefícios) no ciclo de crescimento econômico do que empresas que não as adotam.
LAMEIRA, NESS JR. e SOARES (2005)	Verificar se a melhoria das práticas de governança corporativa já promoveu impacto no valor das empresas, valor esse mensurado pelo <i>market value of assets</i> (MVA) e pelo Tobin's Q.	A pesquisa teve resultados estatísticos muito significativos, sugerindo que a melhoria de práticas de governança corporativa já promoveu impacto no valor das companhias abertas listadas em bolsa cujas ações apresentem liquidez e volatilidade de preços.
LAMEIRA, NESS JR. e DA MOTTA (2005)	Verificar se as melhores regras de governança corporativa têm promovido impacto na percepção do risco da empresa observado pelo mercado.	Concluíram que já existem evidências de que a prática de melhores regras de governança impactou o risco das companhias abertas brasileiras, sem, entretanto, encontrarem relação de causalidade entre a melhoria dessas práticas e os riscos antes e depois da migração para os Níveis Diferenciados da Bovespa.
CASELANI e EID JR. (2005)	Testar se ações de companhias mais alavancadas apresentam maior volatilidade.	Corroborou-se que companhias mais alavancadas apresentam maior volatilidade, ressaltando-se que para as companhias que aderiram às boas práticas de governança da Bovespa houve redução na volatilidade dos retornos de seus papéis.
PEDREIRA e SANTOS (2006)	Verificar e analisar o comportamento dos preços das ações de três grandes bancos brasileiros após sua inclusão no IGC. Buscou-se elucidar se a adoção das práticas de governança corporativa acarretou maior valorização no preço das ações dos bancos pesquisados.	Os resultados obtidos na pesquisa não corroboraram a valorização das ações dos bancos pesquisados após sua adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa.
MACEDO e SIQUEIRA (2006)	Analisar se empresas que optaram pelos Níveis Diferenciados e pelo Novo Mercado da Bovespa apresentaram uma valorização superior e alguma redução do risco em relação a alguns fatores de mercado.	Os resultados mostraram que boas práticas de governança corporativa podem trazer vantagem de retorno, mas não evidenciaram reflexos relevantes na redução de risco.

(conclusão)

Autor (es)	Objetivo	Considerações
COSTA e CAMARGOS (2006)	Analisar o comportamento dos retornos anormais em períodos próximos à adesão de 10 empresas aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa, ocorrida entre 2001 e 2003.	Os autores concluíram que a adesão das empresas analisadas não proporcionou retornos anormais (criação de riqueza para os acionistas).
CAMARGOS e BARBOSA (2006)	Identificar se ocorreram mudanças significativas no retorno acionário anormal e na liquidez, identificadas pelas variáveis: quantidade de negociações, quantidade de títulos e volume financeiros negociados próximos à adesão de empresas que migraram para Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa (Estudo de Eventos).	Constataram que a adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa: 1) não resultou na criação de riqueza para os acionistas no período analisado; 2) aumentou a liquidez, principalmente no longo prazo; e 3) a adesão ao nível II não apresentou um impacto maior sobre a liquidez, quando comparada com a adesão ao nível I.
MARTINS, SILVA e NARDI (2006)	Procurar se houve alteração na liquidez das ações das empresas que migraram do nível tradicional para algum dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa.	Os resultados obtidos pelos autores demonstraram que há alteração no nível de liquidez, notadamente para ações ordinárias, e consequentemente, indiretamente, no custo de capital das empresas que migraram para os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa.

Fonte: Rogers *et al.* (2008)

### **3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS**

#### **3.1 Classificação da pesquisa**

##### ***3.1.1 Quantos aos objetivos***

Pesquisas descritivas delineiam ou analisam as características de um fato ou fenômeno, avaliam os resultados de programas, ou isolam variáveis-chave ou principais, e são abordadas predominantemente de forma quantitativa (LAKATOS; MARCONI, 2001).

Para Cervo, Bervian e Silva (2007, p. 65), a pesquisa descritiva “[...] observa, registra, analisa e correlaciona fatos ou fenômenos (variáveis) sem manipulá-los. Busca descobrir, com a maior precisão possível, a frequência com que um fenômeno ocorre, sua relação e conexão com outros, sua natureza e suas características.” Na pesquisa descritiva utilizam-se procedimentos padronizados de coleta de dados.

Portanto, quanto aos objetivos, este estudo caracteriza-se como descritiva porque tem como proposta levantar dados a respeito das empresas inseridas no mercado tradicional, no Nível 1, 2 e Novo Mercado da BOVESPA e apresentar os resultados das análises feitas a fim de constatar os efeitos das práticas de Governança Corporativa no custo de capital da dívida.

##### ***3.1.2 Quantos aos procedimentos***

Quanto aos meios este estudo classifica-se como documental, pois foram utilizados dados apresentados nas Demonstrações Financeiras divulgadas pelas empresas selecionadas na amostra. Este tipo de pesquisa define-se como a realizada em documentos arquivados em locais públicos ou privados, com pessoas, registro, anais, diários, cartas, comunicações informais, etc. (VERGARA, 2000), ou seja, com fontes de dados ainda não tratadas analiticamente ou reelaboradas por outros autores, divididas em fontes de primeira mão (conservadas em arquivos ou pessoais) e de segunda mão (relatórios empresariais ou de pesquisa e dados estatísticos), que devem ser representativos e corretamente interpretados pelo pesquisador (GIL, 1996; DENCKER, 2000).

### **3.1.3 Quanto à abordagem do problema**

A pesquisa quantitativa, normalmente, procura identificar as relações de causa e efeito entre os fenômenos. É recomendado utilizar, preferentemente, o enfoque da pesquisa quantitativa quando o propósito do projeto implicar em medir a relação entre as variáveis, ou em avaliar o resultado do sistema ou projeto (ROESCH, 1999).

Toda hipótese envolve um conjunto de pelo menos duas variáveis. Define-se variável simplesmente como sendo qualquer coisa que possa ser classificada em duas ou mais categorias (GIL, 1996) e que possam ser objeto de uma mensuração (CRESSWELL, 2007), pois pode assumir valores diferentes dentro da população; ou seja, idade, sexo, classe social, atitudes em relação a um processo ou fenômeno, etc., são variáveis a partir das quais podem ser estabelecidas hipóteses de pesquisa. Diante disso, Cresswell (2007, p. 120) afirma que as hipóteses “[...] são previsões que o pesquisador faz sobre a relação entre as variáveis.”

Neste caso, as variáveis utilizadas serão o custo da dívida e a relação com as práticas de Governança Corporativa. O comparativo será feito entre o custo de capital da dívida em empresas do mercado tradicional e empresas inseridas em um dos Níveis de Governança Corporativa e no Novo Mercado.

### **3.2 Amostra e coleta de dados**

Quando se pretende trabalhar com a mensuração das características do fenômeno pesquisado, normalmente esta mensuração ocorre a partir da definição de uma amostra (TRUJILLO, 2003), ou seja, uma parte da população que pode ser considerada representativa e que permite dessa forma conhecer as características de toda a população sem a necessidade de pesquisar todos os seus componentes.

A seleção da amostra desta pesquisa é classificada como não-probabilística, o que significa que depende do critério do pesquisador, confiando no julgamento deste para a produção de uma amostra fiel à população (MALHOTRA, 2001).

A amostra selecionada para o presente estudo foi composta pelas empresas de capital aberto, ativas, não financeiras, que ingressaram na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) no ano de 2013, classificadas no mercado tradicional, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.

A amostra foi selecionada intencionalmente e definida a partir dos seguintes procedimentos:

1. Coletou-se todas as empresas que começaram a emitir ações na Bovespa em 2013, exceto as empresas classificadas como Financeiras e outros.
2. Excluiu-se todas as empresas classificadas como Financeiro e outros.
3. Classificou-se as empresas restantes (54 empresas) em 4 grupos: Mercado Tradicional (6 empresas), Nível 1 (11 empresas), Nível 2 (4 empresas) e Novo Mercado (33 empresas), conforme apresentado no apêndice A.

A coleta de dados foi realizada através do site da Bolsa de Mercadorias e Futuros e Bolsa de Valores de São Paulo – BM&F BOVESPA e também nas seções de Relacionamentos com os Investidores (ri) nos sites das companhias selecionadas, utilizando-se os dados contidos nas Demonstrações Contábeis e Notas Explicativas, referentes ao ano de 2013.

Para o cálculo do custo da dívida foram coletados o total da conta Empréstimos e Financiamentos – Curto Prazo, o total da conta Empréstimos e Financiamentos – Longo Prazo, encontrados no Balanço Patrimonial – Passivo; e o total das Despesas Financeiras, excluindo-se, quando presente, despesas não vinculadas à captação de recursos, como, por exemplo, Despesas com débitos tributários.

A fórmula que possibilitou identificar o Custo de Capital de Terceiros das empresas selecionadas na amostra foi a proposta por Nardi e Nakao (2009), já mencionada neste estudo.

Para o cômputo do Endividamento Financeiro e da Composição da Dívida foram utilizadas as fórmulas de acordo com Matarazzo (2010), apresentadas no quadro 2 a seguir. Foram analisadas as representatividades do Passivo de Curto Prazo e do Passivo de Longo Prazo.

**Quadro 2: Variáveis analisadas na pesquisa**

Variáveis	Fórmula	Fonte do dado
Endividamento Financeiro de Curto Prazo	$\frac{Empr. Fin. CP}{Ativo Total}$	Balanço Patrimonial
Endividamento Financeiro de Longo Prazo	$\frac{Empr. Fin. LP}{Ativo Total}$	Balanço Patrimonial
Composição da dívida de Curto Prazo	$\frac{Empr. Fin. CP}{Empr. Fin. Total}$	Balanço Patrimonial
Composição da dívida de Longo Prazo	$\frac{Empr. Fin. LP}{Empr. Fin. Total}$	Balanço Patrimonial
Custo do capital de terceiros	$\frac{Desp. Financeira}{Empr. Fin. Total}$	DRE e Balanço Patrimonial

Fonte: Elaborada pela autora

### 3.3 Técnica de análise de dados

Para Ruiz (1995, p. 138) técnica significa “[...] os diversos procedimentos ou a utilização de diversos recursos peculiares a cada objeto de pesquisa, dentro das diversas etapas do método.” Sendo assim, a técnica é a instrumentação específica da ação e o método é mais geral, mais amplo, menos específico.

A análise refere-se a um esforço de sumarização dos dados, para que os mesmos possibilitem o fornecimento de respostas aos problemas propostos e a interpretação se refere à tentativa de obter um significado maior nessas respostas, por intermédio da ligação entre as mesmas e o conhecimento existente. (GIL, 1996). Os processos de análise e interpretação de dados devem ser considerados como o resultado final da pesquisa, ou seja, a construção de conhecimento.

As técnicas de análise utilizadas foram a estatística descritiva e a inferencial. Hoffmann (2006) afirma que a estatística se divide em estatística descritiva e inferência estatística, sendo que do ponto de vista da estatística matemática, a segunda é mais importante. Entretanto, é muito comum que na abordagem dos problemas é usual que ambas sejam usadas (MAGALHÃES e LIMA, 2008)

#### 3.3.1 Estatística Descritiva e Inferencial

A estatística descritiva é aquela que busca demonstrar a partir de gráficos, tabelas e quadros as características de determinada variável, com vistas a sintetizá-las (HOFFMANN, 2006). Já a estatística inferencial é aquela que possibilita realizarem-se generalizações a partir

de amostras de uma determinada população (HOFFMANN, 2006; MAGALHÃES e LIMA, 2008). Huot citado por Marques *et al.*(2014) afirma que é comum que nas pesquisas científicas se utilizem amostras, pois o estudo das populações é por vezes inviável. No presente estudo a estatística descritiva foi utilizada para levantar o custo de capital de terceiros, o Endividamento Financeiro a Curto e Longo Prazo e a Composição da dívida a Curto e Longo Prazo para os 4 grupos. Já a estatística inferencial foi aplicada através dos testes de hipóteses (SIEGEL, JR. e N.J., 2006): (i) Kruskal-Wallis. O objetivo foi analisar cada grupo comparativamente com os outros grupos e verificar se houveram diferenças significativas no Custo de Capital de Terceiros, no Endividamento Financeiro a Curto e Longo Prazo e na Composição da dívida a Curto e Longo Prazo. Para a aplicação de ambas as técnicas utilizou o software SPSS 17. Na realização dos testes de diferenças, considerou-se um nível de significância de 1%, 5% ou 10%.

### **3.3.1.2 Teste Kruskal-Wallis**

Este teste é útil quando a normalidade e a igualdade das variâncias forem violadas, devendo ser aplicado quando as variáveis tiverem escala de medida ordinal ou quantitativa (SIEGEL, JR. e N.J., 2006). No presente estudo, o presente teste foi utilizado como finalidade de avaliar se existiram diferenças estatisticamente significativas entre os resultados dos grupos.

A hipótese nula ( $H_0$ ) do teste enuncia que não existe diferença significativa do custo de capital da dívida do mercado tradicional em relação aos outros grupos, enquanto a alternativa ( $H_1$ ) considera que existe diferença significativa do custo de capital da dívida do mercado tradicional em relação aos outros grupos, conforme apresentado abaixo.

$$H_0: K_{i \text{ tradicional}} = K_{i \text{ outros}}$$

$$H_1: K_{i \text{ tradicional}} \neq K_{i \text{ outros}}$$

Quando o nível de significância da estatística ( $\chi^2$ ) for inferior aos níveis definidos (1%, 5% ou 10%), deve-se rejeitar a hipótese nula concluindo pela existência de diferenças, enquanto, caso seja superior, não se pode rejeitar, declarando pela inexistência de diferenças entre as médias dos grupos (BRUNI, 2009).

## 4 ANÁLISE DOS DADOS

### 4.1 Estatística Descritiva das variáveis analisadas

Inicialmente, verificou-se os resultados da amostra total, sem diferenciação entre os grupos. Os resultados apresentados na Tabela 1 abaixo mostraram que o custo médio de capital de terceiros da amostra foi de 8%, com desvio padrão de 6% e coeficiente de variação de 8%.

O Endividamento Financeiro concentrou-se em maior volume a Longo Prazo, sendo que o ativo foi suficiente para cobrir o Endividamento.

A Composição da Dívida da amostra estudada corrobora com o resultado obtido no Endividamento Financeiro, apontando que 78% da dívida é de Longo Prazo e apenas 22% a Curto Prazo.

**Tabela 1 – Estatística descritiva das variáveis analisadas**

	<i>Custo Capital de Terceiros</i>	<i>End.Fin. (Curto Prazo)</i>	<i>End.Fin. (Longo Prazo)</i>	<i>Composição da Dívida (LP)</i>	<i>Composição da Dívida (CP)</i>
Média	0,08	0,07	0,30	0,78	0,22
Erro padrão	0,01	0,01	0,05	0,02	0,02
Mediana	0,06	0,06	0,24	0,81	0,19
Desvio padrão	0,06	0,06	0,34	0,17	0,17
Coef.de Variação	0,80	0,83	1,14	0,22	0,79
Curtose	17,52	5,03	39,11	7,17	7,17
Assimetria	3,48	1,88	5,78	2,25	2,25
Intervalo	0,43	0,31	2,56	0,97	0,97
Mínimo	0,00	0,00	-	-	0,03
Máximo	0,44	0,31	2,56	0,97	1,00
Contagem	55,00	55,00	55,00	55,00	55,00

Fonte: Dados da pesquisa

A partir dos resultados apresentados na Tabela 2 a seguir, pode-se notar que as empresas do Mercado Tradicional apresentaram uma média do Custo de Capital de Terceiros de 16%, com desvio padrão de 15% e Coeficiente de Variação de apenas 2%, indicando que a amostra é homogênea. Foi possível observar que em relação à média da amostra total, 8% (apresentada na Tabela 1), as empresas do mercado tradicional apresentaram o dobro do custo de capital de terceiros.

Quanto ao Endividamento Financeiro, as empresas do Mercado Tradicional, apresentaram ativo suficiente para o pagamento ou liquidação dos Empréstimos e

Financiamentos; em relação as dívidas de curto prazo, apresentou resultado de apenas 5% e de longo prazo, 24%.

Corroborando com estes resultados a Composição da dívida apontou que 65% do endividamento são de Longo Prazo e o restante, 35%, são de curto prazo.

**Tabela 2 – Estatística descritiva das variáveis analisadas das Empresas no Nível Tradicional de Governança**

	<i>Custo Capital de Terceiros</i>	<i>End.Fin. (Curto Prazo)</i>	<i>End.Fin. (Longo Prazo)</i>	<i>Composição da Dívida (LP)</i>	<i>Composição da Dívida (CP)</i>
Média	16%	5%	24%	65%	35%
Erro padrão	6%	1%	9%	16%	16%
Mediana	9%	4%	22%	86%	14%
Desvio padrão	15%	3%	23%	39%	39%
Variância da amostra	2%	0%	5%	15%	15%
Curtose	328%	277%	-257%	21%	21%
Assimetria	183%	163%	15%	-129%	129%
Intervalo	39%	9%	50%	93%	93%
Mínimo	4%	2%	0%	0%	7%
Máximo	44%	11%	50%	93%	100%
Contagem	6	6	6	6	6

**Fonte: Dados da pesquisa**

O grupo das empresas do Nível 1 de Governança Corporativa, conforme mostra a Tabela 3, apresentou uma média do Custo de Capital de Terceiros de 8%, com desvio padrão de 4% e Coeficiente de Variação de apenas 0%, indicando que o desvio em relação a média é praticamente inexistente. Observou-se que este custo de capital é metade do custo de capital para as empresas que não estão em nenhum nível de Governança Corporativa (Mercado Tradicional).

Quanto ao Endividamento Financeiro, as empresas do Nível 1, também apresentaram ativo suficiente para o pagamento ou liquidação dos Empréstimos e Financiamentos; em relação as dívidas de curto prazo, apresentou resultado de apenas 4% e de longo prazo, 25%.

Corroborando com estes resultados a Composição da dívida apontou que a maior parte do endividamento é a longo prazo, 84%, e o restante, apenas 16%, são de curto prazo.

**Tabela 3 – Estatística descritiva das variáveis analisadas das Empresas no Nível 1 de Governança**

	<i>Custo Capital de Terceiros</i>	<i>End.Fin. (Curto Prazo)</i>	<i>End.Fin. (Longo Prazo)</i>	<i>Composição da Dívida (LP)</i>	<i>Composição da Dívida (CP)</i>
Média	8%	4%	25%	84%	16%
Erro padrão	1%	1%	4%	4%	4%
Mediana	6%	4%	24%	89%	11%
Desvio padrão	4%	4%	12%	14%	14%
Variância da amostra	0%	0%	1%	2%	2%
Curtose	0%	389%	-65%	559%	559%
Assimetria	120%	183%	64%	-222%	222%
Intervalo	12%	12%	35%	48%	48%
Mínimo	4%	1%	10%	46%	6%
Máximo	16%	14%	45%	94%	54%
Contagem	11	11	11	11	11

Fonte: Dados da pesquisa

As empresas do Nível 2 apresentaram uma média do Custo de Capital de Terceiros de 7%, com desvio padrão de 4% e Coeficiente de Variação de apenas 0%, indicando que o desvio em relação a média é praticamente inexistente.

Quanto ao Endividamento Financeiro, as empresas do Nível 2, também apresentaram ativo suficiente para o pagamento ou liquidação dos Empréstimos e Financiamentos; em relação as dívidas de curto prazo, apresentou resultado de apenas 5% e de longo prazo, 37%.

Assim como nos outros grupos, a Composição da dívida apontou que a maior parte do endividamento é de longo prazo, 88%, e o restante, apenas 12%, são de curto prazo.

**Tabela 4 – Estatística descritiva das variáveis analisadas das Empresas no Nível 2 de Governança**

	<i>Custo Capital de Terceiros</i>	<i>End.Fin. (Curto Prazo)</i>	<i>End.Fin. (Longo Prazo)</i>	<i>Composição da Dívida (LP)</i>	<i>Composição da Dívida (CP)</i>
Média	7%	5%	37%	88%	12%
Erro padrão	2%	2%	5%	4%	4%
Mediana	7%	6%	37%	88%	12%
Desvio padrão	4%	4%	10%	7%	7%
Variância da amostra	0%	0%	1%	1%	1%
Curtose	-509%	-211%	94%	-362%	-362%
Assimetria	-12%	-47%	-27%	-4%	4%
Intervalo	7%	8%	24%	16%	16%
Mínimo	3%	1%	25%	80%	4%
Máximo	10%	9%	48%	96%	20%
Contagem	4	4	4	4	4

Fonte: Dados da pesquisa

As empresas inseridas no Novo Mercado apresentaram uma média do Custo de Capital de Terceiros de 7%, com desvio padrão de 4% e Coeficiente de Variação de apenas 0%, indicando que o desvio em relação a média é praticamente inexistente.

Quanto ao Endividamento Financeiro, também apresentaram ativo suficiente para o pagamento ou liquidação dos Empréstimos e Financiamentos; em relação as dívidas de curto prazo, apresentou resultado de 8% e de longo prazo, 31%.

Apresentaram, portanto, endividamento de longo prazo maior do que de curto prazo, 77% e 23%, respectivamente.

**Tabela 5 – Estatística descritiva das variáveis analisadas das Empresas no Nível Novo Mercado de Governança**

	<i>Custo Capital de Terceiros</i>	<i>End.Fin. (Curto Prazo)</i>	<i>End.Fin. (Longo Prazo)</i>	<i>Composição da Dívida (LP)</i>	<i>Composição da Dívida (CP)</i>
Média	7%	8%	31%	77%	23%
Erro padrão	1%	1%	7%	2%	2%
Mediana	6%	6%	23%	78%	22%
Desvio padrão	4%	7%	42%	12%	12%
Variância da amostra	0%	0%	18%	1%	1%
Curtose	97%	330%	2790%	49%	49%
Assimetria	86%	155%	509%	-65%	65%
Intervalo	17%	31%	254%	53%	53%
Mínimo	0%	0%	2%	44%	3%
Máximo	17%	31%	256%	97%	56%
Contagem	33	33	33	33	33

**Fonte: Dados da pesquisa**

Nota-se que as empresas que não estão inseridas em nenhum nível de Governança apresentaram custo médio do capital de terceiros superior aos demais grupos, e assim como verificou Vieira e Mendes (2004, p. 113), “Tal resultado vai na direção das conclusões existentes sobre o assunto, as quais afirmam que as práticas de governança são capazes de reduzir o custo de captação das empresas.”

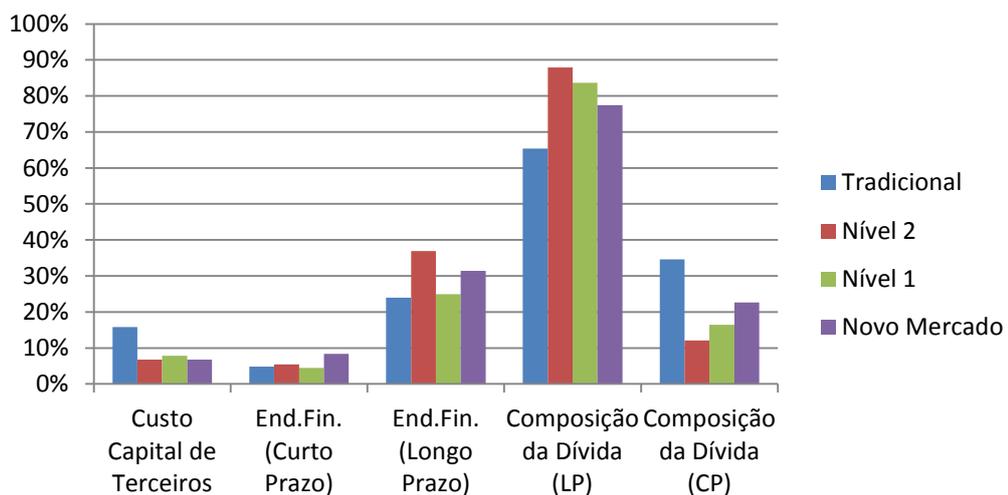
O Gráfico 1, apresentado a seguir, mostrou que o custo do capital de terceiros para as empresas do mercado tradicional foi maior que o das empresas que aderiram a algum dos níveis de governança corporativa. Entre os níveis de Governança Corporativa foi possível constatar que as empresas do Nível 1 apresentaram custo da dívida maior do que as empresas de Nível 2 e Novo Mercado. Já entre esses dois últimos grupos não houve diferença do custo

de capital da dívida. Notou-se assim, que o custo de capital da dívida é mais elevado para as empresas que não adotam as práticas de Governança Corporativa.

Os resultados de Endividamento Financeiro mostrou que os 4 grupos possuem ativo suficiente para o pagamento ou liquidação dos Empréstimos e Financiamentos, seja de Curto Prazo ou Longo Prazo. Percebeu-se que as empresas do Mercado Tradicional necessitaram de apenas 24% dos seus ativos para cobrir as dívidas de Longo Prazo, possuindo a maior sobra de ativo em comparação com os outros grupos.

A composição da dívida apresentou maior concentração de Empréstimos e Financiamentos a Longo Prazo para os 4 grupos, sendo que o mercado tradicional foi o que se verificou maior grau de endividamento a Curto Prazo, 35% do total de dívidas.

**Gráfico 1 – Comparação das variáveis analisadas por Níveis de Governança**



Fonte: Dados da pesquisa

#### 4.2 Teste de diferenças entre as médias anuais

Para que se possa inferir sobre a relação entre a redução do custo de capital da dívida e as práticas de Governança Corporativa utilizou-se o teste de hipóteses mencionados na seção 3.4.1.2. Os resultados estão apresentados a seguir na Tabela 6.

A partir dos resultados observou-se que as empresas do Mercado Tradicional apresentaram diferença significativa no Custo de Capital de Terceiros se comparado aos outros grupos; os resultados foram 38,25 e 26,16, para um nível de significância de 10%. Em relação ao Endividamento Financeiro e a Composição da Dívida não foram constatadas

diferenças significativas. Claessens citado por Garbrecht (2013) afirma que a governança influencia diretamente na redução do custo de capital, ocasionando uma melhor atratividade dos investimentos e crescimento da companhia, o que pode ser percebido neste teste, em que o custo de capital de terceiros foi bem maior para as empresas que não adotam práticas de governança.

No grupo do Nível 1, apresentou diferença significativa no Endividamento Financeiro de Curto Prazo e na Composição da Dívida de Curto Prazo, apresentando os seguintes resultados: 20,50 e 29,29, para um nível de significância de 10%.

As empresas do Nível 2, apresentaram diferença significativa em relação aos outros grupos apenas no Endividamento Financeiro de Longo Prazo, possuindo endividamento bem menor, 4, enquanto que as outras apresentaram 50, para um nível de significância de 10%.

No Novo Mercado, apresentaram diferenças significativas o Endividamento Financeiro de Curto Prazo, que é maior no Novo Mercado, 31,24, do que nos outros grupos, 21,62, para um nível de significância de 5%; a Composição da Dívida de Longo Prazo foi de 22,83 e nos outros grupos foi de 33,88, para um nível de significância de 5%; o de Curto Prazo foi de 31,17, maior do que nos outros grupos que foi de 21,74, para um nível de significância de 5%. As outras variáveis não apresentaram diferenças significativas.

Diante disso, testou-se inicialmente a hipótese de que as médias de um grupo são maiores que as médias dos demais grupos. Os resultados possibilitam inferir que as empresas do mercado tradicional apresentaram custo de capital da dívida superior em 1,46 vezes em relação aos demais grupos; já as empresas do Nível 1 apresentaram custo de capital de terceiros 1,01 vezes menor em relação aos demais grupos; as empresas do Nível 2 apresentaram custo de capital da dívida inferior aos demais, também 1,01 vezes menor; e as empresas do Novo Mercado apresentaram custo de capital da dívida expressivamente menor que os demais grupos, 1,19% inferior.

Em relação a Composição da Dívida pode-se notar que somente o grupo do Novo Mercado apresenta menor dívida a Longo Prazo em relação as médias dos outros grupos.

Tabela 6 – Estatísticas Kruskal-Wallis para diferença entre as médias das variáveis estudadas

Comparações	Estatísticas	Custo Capital de Terceiros		End.Fin. (Curto Prazo)		End.Fin. (Longo Prazo)		Composição da Dívida (LP)		Composição da Dívida (CP)	
Tradicional x Outros	Média do Rank	38,25	26,16	21	28,31	29,4	26,75	31,8	26,5	27,5	27,5
	Observações por grupo	6	48	6	48	6	48	6	48	6	48
	Estatística X <sup>2</sup>	0,075***		,281		,715		,465		1,000	
Nível 2 x Outros	Média do Rank	26,25	27,60	25,63	27,65	40,38	25,91	37,50	26,14	16,50	28,38
	Observações por grupo	4	50	4	50	4	50	4	50	4	50
	Estatística X <sup>2</sup>	,868		,804		0,07***		,157		,146	
Nível 1 x Outros	Média do Rank	27,68	27,45	20,50	29,29	25,23	27,46	33,50	25,30	20,50	29,29
	Observações por grupo	11	43	11	43	11	43	11	43	11	43
	Estatística X <sup>2</sup>	,966		0,10***		,669		,117		0,1***	
Novo Mercado x Outros	Média do Rank	25,64	30,43	31,24	21,62	25,61	29,30	22,83	33,88	31,17	21,74
	Observações por grupo	33	21	33	21	33	21	33	21	33	21
	Estatística X <sup>2</sup>	,273		0,03**		,398		0,012**		0,032**	

\*, \*\*, \*\*\* Nível de significância de 1%, 5% e 10%

Fonte: Dados da pesquisa

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo do presente estudo foi analisar a redução do custo de capital de terceiros em função da adoção das práticas de governança corporativa. Este estudo foi classificado de natureza descritiva, documental e com abordagem qualitativa e analisou dados de uma amostra de 54 empresas presentes na BM&F Bovespa. A amostra foi composta por quatro grupos: empresas participantes do Mercado Tradicional (6), Nível 1 (11), Nível 2 (4) e Novo Mercado (33).

Vale ressaltar que todas as empresas que ingressaram na BOVESPA no ano de 2013 foram averiguadas no estudo. No entanto, após averiguação foram excluídas da amostra as empresas classificadas como Financeiros e outros. Esta escolha deveu-se ao fato de que as Financeiras e afins fornecem capital para os financiamentos ou investimentos necessitados pelas empresas que desejam captar recursos por meio de terceiros e, por isso, não apresentam valores de despesas financeiras, necessários para o cômputo do custo de capital da dívida, que é o objeto de análise desta pesquisa.

As técnicas de análise de dados constituíram de análise de conteúdo das demonstrações contábeis e notas explicativas, a fim de colher os valores do Ativo Total, Empréstimos e Financiamentos (CP), Empréstimos e Financiamentos (LP) e Despesas financeiras relacionadas a captação de recursos. O cálculo do custo da dívida foi realizado com base na fórmula definida por Nardi e Nakao (2009). Também constituíram como base para análise de dados a estatística descritiva e inferencial. A primeira foi utilizada para levantar informações sobre o custo de capital de terceiros, o Endividamento Financeiro a Curto e Longo Prazo e a Composição da dívida a Curto e Longo Prazo dos 4 grupos. Já a estatística inferencial foi utilizada para analisar se o Custo de Capital de Terceiros, do Endividamento Financeiro a Curto e Longo Prazo e da Composição da dívida a Curto e Longo Prazo de cada grupo foi maior ou menor se comparada com os outros grupos (Kruskall- Wallis).

Os principais resultados reforçaram os estudos anteriores desenvolvidos no contexto brasileiro no sentido de que o emprego das boas práticas de Governança Corporativa permitem que os credores possuam um controle mais sistematizado de que os responsáveis pela gestão da empresa farão investimentos de VPL positivos, trazendo um retorno para os mesmos e gerando valor para a empresa. Deste modo, a taxa futura exigida pelos credores é menor, já que há menos riscos envolvidos.

Como contribuição o presente estudo traz evidências de que a governança corporativa possui relação com a redução do custo de capital da dívida, que reflete na importância da estrutura de capitais e o custo de capital para as decisões financeiras das empresas, sejam elas de investimento ou de financiamento.

O estudo permite também discutir sobre o incentivo às empresas médias a se prepararem para o lançamento de seus títulos e as vantagens para as empresas do mercado tradicional ao adotar práticas de Governança Corporativa, inserindo-se em um dos níveis ou no Novo Mercado da Bovespa.

## REFERÊNCIAS

- ALENCAR, R. C.; LOPES, A. B. **Custo de capital próprio e nível de *disclosure* nas empresas brasileiras.** In: CONGRESSO DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 5., 2005, São Paulo. Anais. São Paulo: FEA-USP, 2005. Disponível em: <[http://www.fucape.br/\\_public/producao\\_cientifica/2/AlencarCusto%20do%20Capital%20Proprio%20e%20Nivel.pdf](http://www.fucape.br/_public/producao_cientifica/2/AlencarCusto%20do%20Capital%20Proprio%20e%20Nivel.pdf)>. Acesso em: 20 abr. 2014.
- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança Corporativa.** 2. ed. São Paulo: Atlas, 2006.
- ARRUDA, Giovana Silva de. MADRUGA, Sergio Rossi. JUNIOR, Ney Izaguirry de Freitas. **A Governança Corporativa e a Teoria da Agência em consonância com a Controladoria.** Rev. Adm. UFSM, Santa Maria, V.I, N. 1, p. 71-84, Jan./Abr. 2008. Disponível em: [www.spell.org.br/documentos/download/5063](http://www.spell.org.br/documentos/download/5063). Acesso em: 20 abr 2014.
- BIANCHI, Márcia. **A Controladoria como um mecanismo interno de governança corporativa e de redução dos conflitos de interesse entre principal e agente.** 159p. Dissertação (Mestrado em Contabilidade). Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo, 2005.
- BREALEY, R.A.; MYERS, S. C. **Princípios da Administração Financeira.** 3. ed. Portugal. Editora McGraw-Hill de Portugal, 1992
- BREALEY, R.A.; MYERS, S. C. ALLEN, Franklin. **Princípios de finanças corporativas.** trad. Maria do Carmo Figueira. 8. ed. São Paulo: McGraw-Hill, 2008.
- BRIGHAM, Eugene F.; GAPENSKI, Louis C.; EHRHARDT, Michael C. **Administração Financeira: teoria e prática.** São Paulo: Atlas, 2001.
- BRIGHAM, Eugene F. EHRHARDT, Michael C. **Administração Financeira: teoria e prática.** trad. José Nicolás Albuja Salazar. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2006.
- BRUNI, A. L. **SPSS Aplicado à Pesquisa Acadêmica.** São Paulo: Atlas, 2009. 253 p.
- BOVESPA. **Níveis de governança corporativa.** Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>>. Acesso em: 30 abr. 2014.
- CERVO, Amado L.; BERVIAN, Pedro A.; SILVA, Roberto da. **Metodologia científica.** 6. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.
- CICOGNA, Maria Paula Vieira; JUNIOR, Rudinei Toneto; VALLE, Maurício Ribeiro. **O impacto da adesão a padrões mais elevados de governança sobre o financiamento empresarial.** R.Adm., São Paulo, v.42, n.1, p.52-63, jan./fev./mar. 2007. Disponível em: <[www.rausp.usp.br/download.asp?file=V4201052.pdf](http://www.rausp.usp.br/download.asp?file=V4201052.pdf)>. Acesso em: 20 abr. 2014.
- CVM – **Comissão de Valores Mobiliários. Recomendações da CVM sobre governança corporativa.** Junho de 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc>>. Acesso em: 19 abr. 2014.

CRESSWELL, John W. **Projeto de pesquisa: Métodos qualitativo, quantitativo e misto**. 2. ed. Porto Alegre: Artmed, 2007.

DAMODARAN, Aswath. **Finanças Corporativas Aplicadas: Manual do usuário**. trad. Jorge Ritter. – Porto Alegre: Bookman, 2002.

DENCKER, Ada de Freitas Maneti. **Métodos e técnicas de pesquisa em turismo**. 4. ed. São Paulo: Futura, 2000.

GARBRECHT, Guilherme Teodoro. **Governança Corporativa e Custo de Capital: um estudo em empresas de capital aberto do Brasil**. Dissertação (Mestrado em Contabilidade). Universidade Federal do Paraná. Curitiba, 2013. Disponível em: <<http://www.ppgcontabilidade.ufpr.br/sites/default/files/documentos/Dissertacoes/D074.pdf>>. Acesso em: 20 ago. 2014.

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 3. ed., 6. tir. São Paulo: Atlas, 1996.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira – essencial**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.

HENDRIKSEN, Elton S.; VAN BREDA, Michael F. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 1999.

HOFFMANN, R. **Estatística para economistas**. 4a. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2006. Revisada e ampliada.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 3. ed. rev. e ampl. São Paulo, 2004. Disponível em: <[http://www.ibgc.org.br/download/arquivos/Codigo\\_IBGC\\_3\\_versao.pdf](http://www.ibgc.org.br/download/arquivos/Codigo_IBGC_3_versao.pdf)>. Acesso em: 01 mar. 2014.

LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Marina de Andrade. **Fundamentos de metodologia científica**. 4. ed., rev. e ampl. São Paulo: Atlas, 2001.

LEITES, Eduardo Tomedi. **Juros sobre o capital próprio: a influência na formação da estrutura de capital nas empresas brasileiras listadas na BOVESPA**. Dissertação (Mestrado)– Universidade Vale do Rio dos Sinos, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, 2008. Disponível em: <<http://biblioteca.asav.org.br/vinculos/tede/juros%20sobre%20o%20capital%20.pdf>> Acesso em: 30 abr. 2014

LIMA, I. S.; IKEDA, R. H.; SALOTTI, B. M.; BATISTELLA, F. D. **O custo de captação e a governança corporativa**. In: CONGRESSO BRASILEIRO DE CONTABILIDADE, 17. 2004, São Paulo. 2004.

MAGALHÃES, M. N.; LIMA, A. C. P. **Noções de probabilidade e estatística**. São Paulo: Editora da Universidade de São Paulo, 2008.

MALHOTRA, Naresh K. **Pesquisa de marketing: uma orientação aplicada**. 3. ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.

MARQUES, Vagner Antônio. AMARAL, Hudson Fernandes. LOUZADA, Luiz Cláudio. CARVALHO, Laiz de Fátima. SILVA, Núbia Cristina Moreira da. **Adoção das Normas Internacionais de Contabilidade: um estudo sobre a aplicação do CPC 27 no período de 2007 a 2012.** Convibra, 2014. Disponível em: <[http://www.convibra.com.br/upload/paper/2014/81/2014\\_81\\_9890.pdf](http://www.convibra.com.br/upload/paper/2014/81/2014_81_9890.pdf)> Acesso em: 02 set. 2014.

MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise financeira de balanços: abordagem gerencial.** 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

NARDI, Paula Carolina Ciampaglia. NAKAO, Silvio Hiroshi. **Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras abertas.** Revista Contabilidade e Finanças, USP, São Paulo, v. 20, n. 51, p. 77-100, setembro/dezembro 2009.

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE MINAS GERAIS. Pró-reitoria de graduação. Sistema de biblioteca da PUC Minas. **Normas da ABNT para apresentação de teses, dissertações, monografias e trabalhos acadêmicos.** 9 ed. rev. 2011. Disponível em: <[http://www.pucminas.br/documentos/normalizacao\\_monografias.pdf](http://www.pucminas.br/documentos/normalizacao_monografias.pdf)>. Acesso em: 30 abr. 2012.

ROESCH, Sylvania Maria Azevedo. **Projetos de estágio e de pesquisa em administração: guia para estágios, trabalhos de conclusão, dissertações e estudos de caso.** 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

ROGERS, P. **Governança corporativa, mercado de capitais e crescimento econômico no Brasil.** (Dissertação – Mestrado em Administração) – Faculdade de Gestão e Negócios. Uberlândia: Universidade Federal de Uberlândia (UFUFAGEN), 2006.

ROGERS, Pablo; SECURATO, José Roberto; RIBEIRO, Kárem Cristina de Sousa Ribeiro. **Governança Corporativa, Custo de Capital e Retorno do Investimento no Brasil.** Revista de Gestão USP, São Paulo, v. 15, n. 1, p. 61-77, janeiro/março 2008. Disponível em: <http://www.revistas.usp.br/rege/article/viewFile/36630/39351>. Acesso em: 20 abr. 2014.

ROSS, S. A. et al. **Administração Financeira.** 2.ed. São Paulo: Atlas, 2002.

RUIZ, João Álvaro. **Metodologia científica: guia para eficiência nos estudos.** 3. ed., 3. tir. São Paulo: Atlas, 1995.

SALMASI, Silvia Vidal. **Governança Corporativa e custo de capital próprio no Brasil.** São Paulo, 2007. Disponível em: <[www.teses.usp.br/teses/disponiveis/DissertacaoSilviaVidalSalmasi.pdf](http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/DissertacaoSilviaVidalSalmasi.pdf)> Acesso em: 15 abr. 2014.

SIEGEL, S.; JR., C.; N.J. **Estatística não-paramétrica para as ciências do comportamento.** 2a. ed. Porto Alegre: Artmed, 2006. 448 p.

SILVA, E. Cordeiro. **Governança corporativa nas empresas: guia prático de orientação para acionistas e conselho de administração.** São Paulo: Atlas, 2006.

SILVEIRA, A. M. da. **Governança Corporativa, Desempenho e Valor da empresa no Brasil.** FEA/USP, 10/2002.

TAKEUCHI, Kelly Pereira. TAKEUCHI, Katiuchia Pereira. SENHORAS, Elói Martins. **A importância estratégica da Governança Corporativa no Mercado de Capitais: um estudo internacional comparado.** III SEGet – Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia, 2009. Disponível em: <[http://www.info.aedb.br/seget/artigos06/638\\_Governanca Corporativa\\_Seget.pdf](http://www.info.aedb.br/seget/artigos06/638_Governanca_Corporativa_Seget.pdf)>. Acesso em: 30 de março de 2014.

TRUJILLO, Victor. **Pesquisa de mercado qualitativa e quantitativa.** São Paulo: Scortecci, 2003.

VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração.** 3. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

VIEIRA, S. P.; MENDES, A. G. S. **Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro.** Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 11, n. 22, p. 103-122, dez. 2004. Disponível em: <[http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev2205.pdf](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev2205.pdf)> Acesso em: 20 abr. 2014.

## APÊNDICE A – APRESENTAÇÃO DA AMOSTRA

MERCADO TRADICIONAL	
Código	Empresa
ABEV3	AMBEV S/A
CRUZ3	SOUZA CRUZ
CSNA3	SID NACIONAL
LAME4	LOJAS AMERIC
PETR3	PETROBRAS
VIVT4	TELEF BRASIL

NÍVEL 2	
Código	Empresa
ELPL4	ELETROPAULO
GOLL4	GOL
KLBN11	KLABIN S/A
POMO4	MARCOPOLO

NÍVEL 1	
Código	Empresa
BRKM5	BRASKEM
CESP6	CESP
CMIG4	CEMIG
CPLE6	COPEL
ELET3	ELETROBRAS
GGBR4	GERDAU
OIBR4	OI
PCAR4	P.ACUCAR-CBD
SUZB5	SUZANO PAPEL
USIM5	USIMINAS
VALE3	VALE

NOVO MERCADO	
Código	Empresa
ALLL3	ALL AMER LAT
BRFS3	BRF AS
BRPR3	BR PROPERT
BVMF3	BMFBOVESPA
CCRO3	CCR AS
CPFE3	CPFL ENERGIA
CSAN3	COSAN
CTIP3	CETIP
CYRE3	CYRELA REALT
DTEX3	DURATEX
ECOR3	ECORODOVIAS
EMBR3	EMBRAER
ENBR3	ENERGIAS BR
ESTC3	ESTACIO PART
EVEN3	EVEN
FIBR3	FIBRIA
GFS3	GAFISA
HGTX3	CIA HERING
HYPE3	HYPERMARCAS
JBSS3	JBS
KROT3	KROTON
LIGT3	LIGHT S/A
LREN3	LOJAS RENNER
MRFG3	MARFRIG
MRVE3	MRV
NATU3	NATURA
PDGR3	PDG REALT
QUAL3	QUALICORP
RENT3	LOCALIZA
RSID3	ROSSI RESID
SBSP3	SABESP
TBLE3	TRACTEBEL
TIMP3	TIM PART S/A