

Custo de capital e governança corporativa no Brasil

Pablo Rogers

José Roberto Securato

Resumo:

Uma das hipóteses levantadas quanto aos benefícios da boa prática de governança corporativa é que ao ser adotada, a empresa tem seu custo de capital reduzido, e consequentemente, o retorno sobre o investimento incrementado. Esse trabalho tem por objetivo comparar se empresas que adotam melhores práticas de governança corporativa possuem menor custo de capital e maior retorno do investimento. Empregou-se a metodologia de Fama e French (1999) em dois mercados distintos: a classificação das empresas nos mercado foi quanto às práticas de governança corporativa adotadas, identificadas pela negociação de suas ações no Novo Mercado e nos Níveis I e II de governança da Bovespa. Analisando dados trimestrais no período de Dezembro de 2002 a Dezembro de 2005 pode-se concluir que o custo de capital e o retorno do investimento são menores para empresas com práticas de governança corporativa superiores. Proporcionalmente, o custo de capital das empresas com práticas de governança corporativa superiores é 34,22% menor e o retorno do investimento das empresas com práticas de governança corporativa inferiores é apenas 23% maior que o retorno do investimento das empresas com práticas de governança corporativa superiores.

Área temática: *Gestão Estratégica de Custos*

Custo de capital e governança corporativa no Brasil

Pablo Rogers (DAD/UFV e FEA/USP) – pablo@ufv.br

José Roberto Securato (FEA/USP e PUC/SP) – securato@usp.br

Resumo

Uma das hipóteses levantadas quanto aos benefícios da boa prática de governança corporativa é que ao ser adotada, a empresa tem seu custo de capital reduzido, e consequentemente, o retorno sobre o investimento incrementado. Esse trabalho tem por objetivo comparar se empresas que adotam melhores práticas de governança corporativa possuem menor custo de capital e maior retorno do investimento. Empregou-se a metodologia de Fama e French (1999) em dois mercados distintos: a classificação das empresas no mercado foi quanto às práticas de governança corporativa adotadas, identificadas pela negociação de suas ações no Novo Mercado e nos Níveis I e II de governança da Bovespa. Analisando dados trimestrais no período de Dezembro de 2002 a Dezembro de 2005 pode-se concluir que o custo de capital e o retorno do investimento são menores para empresas com práticas de governança corporativa superiores. Proporcionalmente, o custo de capital das empresas com práticas de governança corporativa superiores é 34,22% menor e o retorno do investimento das empresas com práticas de governança corporativa inferiores é apenas 23% maior que o retorno do investimento das empresas com práticas de governança corporativa superiores.

Palavras-chave: Custo de Capital. Retorno sobre Investimento. Governança Corporativa.

Área Temática: Gestão Estratégica de Custos.

1 Introdução

As grandes corporações originam-se a partir de duas formas de financiamento dos empreendimentos: a interna e a externa. Na interna, empreendedores talentosos constroem impérios com recursos originários de seus próprios negócios. Na externa, grandes corporações se estabelecem praticamente desde o seu nascedouro, com ampla captação de recursos (*debt* e, essencialmente no caso americano, *equity*). Segundo Andrade e Rossetti (2006), nos dois casos, independente da forma de recurso que impulsionam a formação das grandes corporações, o controle acionário tornar-se pulverizado, culminando na separação entre propriedade e gestão. Daí surgem problemas e conflitos que anteriormente não existiam, como apontam Berle e Means (1932) ao colocarem a separação entre propriedade e controle como paradigma central sobre a teoria econômica das empresas, e ao enunciarem a divergência de interesses entre administradores e proprietários com possível desvio do objetivo de maximização dos lucros.

Sobre essa temática a teoria da agência, apresentada de forma abrangente por Jensen e Meckling (1976), prediz que os problemas de agenciamento provenientes do conflito de interesses existem não apenas entre gestores e acionistas, mas em todas as atividades de cooperação entre indivíduos, quer ela ocorra ou não em uma situação de hierarquia entre agente e principal. Especificamente em relação à separação entre propriedade e gestão e a visão contratual das relações que surgem, inicia-se uma relação de agência, onde os acionistas são outorgantes do contrato, e os gestores os outorgados.

Jensen e Meckling (1976, p.310) definem uma relação de agência “como um contrato onde uma ou mais pessoas (o principal) emprega uma outra pessoa (o agente) para realizar algum serviço ou trabalho em seu favor, envolvendo a delegação de alguma autoridade de decisão para o agente”. Desse modo, duas razões fundamentais de conflitos podem surgir

dessa relação: 1) a inexistência de contrato completo; e 2) a inexistência de agente perfeito. Klein (1983) afirma que os contratos perfeitos e completos, abrangendo todas as contingências e as respostas às mudanças e aos desafios do ambiente de negócios, simplesmente não existem, por três razões essenciais: a) o grande número de contingências possíveis; b) a multiplicidade de reações às contingências; e c) a crescente frequência com que às contingências imprevisíveis passaram a ocorrer - dessa forma, outorga-se aos gestores, conseqüentemente, mais do que a execução de ações previsíveis, o direito residual de controle da empresa. De outro lado, Jensen e Meckling (1994) salientam que a natureza humana é utilitarista e racional, conduzindo os indivíduos a maximizarem uma função utilidade voltada muito mais para as suas próprias preferências e os seus próprios objetivos - portanto, os agentes perfeitos, que exercem suas funções de forma indiferente entre maximizar os seus próprios objetivos e o de terceiros, não existem.

Se a relação de agência fosse perfeita não existiria custo algum, no entanto devido os conflitos de agência, existem custos incorridos pelos acionistas para controle da gestão, além dos custos atribuíveis ao oportunismo dos gestores (custos de agência). Exemplos de custos de agência atribuível aos gestores citam-se, entre outros: a) remunerações e benefícios autoconcedidos; b) nepotismo e outras formas de proteção conflitantes com os interesses corporativos; c) acesso assimétrico a informações; d) gestão de resultados focados no curto prazo. Jensen e Meckling (1976, p. 308) colocam os seguintes custos incorridos pelos acionistas para controle da gestão: a) custos de criação e estruturação de contratos entre o principal e o agente; b) gastos de monitoramento das atividades dos gestores pelo principal; c) gastos promovidos pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais ao mesmo; e d) perdas residuais, decorrentes da diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal.

Nesse sentido, os esforços dos agentes principais (acionistas) devem ser concentrados em ações/estratégias/mecanismos/práticas que minimizem os conflitos e custos de agência. Dentro desse contexto surge a discussão da governança corporativa, que segundo Andrade e Rossetti (2006), enfatizam duas questões-chaves: os conflitos e custos de agência. Nessa medida, Blair (1999) ressalta que a governança corporativa trata dos meios utilizados pelas empresas para estabelecer processos que ajustem os interesses em conflito entre os acionistas e seus dirigentes de alto nível. Segundo Shleifer e Vishny (1997) a governança corporativa estabelece os caminhos pelos quais os investidores (acionistas e credores) das corporações são assegurados do retorno de seus investimentos.

De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC (2004), as boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir par sua perenidade. Rogers (2006) coloca que boas práticas de governança corporativa podem reduzir o risco para o investidor com a conseqüente valorização das ações, aumentando porventura, devido a maior demanda, a liquidez e o volume negociado. Com o aumento de valor das ações das empresas, pode haver, conseqüentemente, uma redução do custo de capital das mesmas – para a empresa significa captação de recursos a custos menores, com a probabilidade de retornos maiores sobre os investimentos; e para os acionistas, maiores dividendos.

Esse trabalho tem por objetivo analisar se empresas com melhores práticas de governança corporativa apresentam menor custo de capital e maior retorno do investimento do que seus pares com práticas de governança inferiores. No cálculo do custo de capital e retorno do investimento para o agregado das empresas baseou-se na metodologia de Fama e French (1999), adaptada por Brito e Pimentel (2006) para as informações disponíveis no mercado brasileiro. A próxima seção disserta sobre os embates teóricos do trabalho, dando ênfase à governança corporativa no Brasil, especificamente ao Novo Mercado e os Níveis I e

II de governança da Bovespa. Na seção três discute-se a metodologia empregada apresentando o desenvolvimento do cálculo do custo de capital e retorno do investimento. A seção quatro apresenta os resultados, e por fim, a seção cinco mostra as considerações finais a título de conclusão.

2 Governança corporativa no Brasil

Os conflitos de agência não ocorrem apenas entre controladores e gestores, mas também entre acionistas minoritários e acionistas majoritários. Esse último conflito origina-se devido à assimetria de direitos resultantes da existência de mais de uma classe de votos ou do uso discricionário do poder exercido pelos majoritários em detrimento dos interesses dos minoritários. Na verdade, como encontram Djankov et. al. (2005), esse é o principal conflito de agência existente na maioria dos países onde há uma forte concentração de propriedade, inclusive no Brasil. O grupo de controle majoritário pode levar às diferentes formas de expropriação dos acionistas minoritários, podendo ser destacadas as seguintes: a) sobreposição do controle e da gestão, com objetivos de privilegiar interesses próprios; b) pagamentos excessivos de salários ou de outros benefícios, diretos e indiretos, aos controladores dirigentes; c) autoneleções ou nepotismo para cargos nos conselhos e outros órgãos corporativos, desconsiderando-se qualificações e méritos requeridos; d) transações a preços privilegiados com empresas pertencentes ao grupo controlador; e) uso fechado de informações privilegiadas; f) acesso a empréstimos tomados da corporação, em condições privilegiadas (ANDRADE e ROSSETTI, 2006, p.210).

No Brasil, um dos principais esforços em se criar um ambiente de negócios saudável por meio de boas práticas de governança corporativa foi empreendido pela Bovespa em 2000 com a promoção do Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (Nível 1 e Nível 2). As empresas que voluntariamente assinassem o contrato com a Bovespa para adentrarem em alguns dos três níveis, comprometeriam a seguir um conjunto de normas e condutas superiores de governança corporativa. Os níveis se distinguem pelas práticas de governança adotadas pelas empresas sendo que, de uma forma geral, o grau de superioridade das práticas de governança corporativa adotadas aumentam à medida que passa para o Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Em Junho de 2001 a Bovespa criou o índice IGC para calcular a valorização da carteira de empresas que fizessem parte dos Níveis Diferenciados e do Novo Mercado.

Desde então algumas pesquisas empíricas têm buscado analisar a performance do IGC e das empresas participantes em relação aos outros índices da Bovespa e empresas. O objetivo geral de tais pesquisas tem se concentrado em comparar as empresas com melhores práticas de governança, inseridas na carteira do IGC, em relação àquelas com práticas de governança corporativas inferiores, incorporadas nos outros índices. Tomando em consideração que o IGC é formado por uma carteira de empresas que adotam práticas de governança corporativa superiores, esses estudos buscam, em essência, testar a eficácia de tais práticas para o mercado de capitais nacional.

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 ou por uma empresa que não tenha aderido.

Vieira e Mendes (2004) calcularam a relação existente entre 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 foram 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 em 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 aos outros índices quando se trata de avaliar o 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). Além do mais, Vieira e Mendes (2004), avaliando esses resultados a partir de uma decomposição do IGC nos diversos níveis de governança, encontraram que no Novo Mercado a relação preço/lucro líquido foi de 57,42, no Nível 2 foi de 36,41 e no Nível 1 foi de 20,02, o que corrobora um prêmio positivamente correlacionado com o grau de governança.

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 Economática®. Com base nos dados pesquisados, os autores concluem 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.

3 Metodologia da pesquisa

3.1 Cálculo do custo de capital

A metodologia básica aconselhada nos livros textos de finanças para o cálculo do custo do capital de uma empresa é estimar a média ponderada dos custos de capital de terceiros e próprio. O custo de capital de terceiros é possível estimar com maior precisão pois geralmente esse é contratual. O custo de capital próprio, por embutir maior subjetivismo geralmente é estimado por modelos econômicos, como o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). No entanto, essa abordagem comumente empregada é no contexto da empresa individualmente, já que a estrutura e o custo de capital de cada empresa são conhecidos pelos seus administradores. Ao nível agregado, além das limitações para se calcular o custo de capital próprio, existem problemas em estimar a quantidade e retorno para dívidas de colocação privada e outros afins.

Nesse sentido, Fama e French (1999) apresentaram uma metodologia simples onde uma amostra de empresas é tratada como um projeto de investimento (mercado) e assim calcula-se o seu custo do capital como a taxa interna de retorno (*TIR*) que iguala os valores de mercados iniciais do total das empresas aos valores presentes líquidos dos seus fluxos de caixa livres após a entrada na base de dados mais o valor final total de mercado. Algebricamente, o custo de capital (R_v) é aquele que resolve a equação 1.

$$IV_0 = \sum_{t=1}^T \frac{X_t - I_t}{(1 + R_v)^t} + \sum_{t=1}^T \frac{FS_t - FBV_t}{(1 + R_v)^t} + \frac{TV_T}{(1 + R_v)^T} \quad [1]$$

Onde, IV_0 representa a soma dos valores de mercado iniciais das empresas que entraram na amostra no início do período de estimativa da *TIR*; X_t é o lucro operacional anual, após taxas,

mas antes da dedução da depreciação e dos juros, no período t ; I_t representa o investimento bruto agregado (investimento líquido mais depreciação), no período t ; FS_t é o valor de mercado final das empresas que deixam a amostra no período t ; FBV_t representa o valor de mercado inicial das empresas que entram na amostra no período t ; e TV_T é o valor de mercado final das empresas existentes no final do período de análise.

Utilizando-se da mesma lógica pode-se calcular a *TIR* sobre o valor contábil dos investimentos. Esta nova *TIR*, que iguala os valores contábeis iniciais do total das empresas aos valores presentes líquidos dos seus fluxos de caixa livres após a entrada na base de dados mais o seu valor final total de mercado torna-se, segundo Fama e French (1999), o retorno auferido dos investimentos realizados pelas empresas. Algebricamente, o retorno sobre o investimento (R_c) é aquele que resolve a equação 2.

$$IC_0 = \sum_{t=1}^T \frac{X_t - I_t}{(1 + R_c)^t} + \sum_{t=1}^T \frac{FS_t - FBC_t}{(1 + R_c)^t} + \frac{TV_T}{(1 + R_c)^T} \quad [2]$$

Onde, X_t , I_t , FS_t e TV_T são definidos de acordo com a equação 1; IC_0 representa a soma dos valores contábeis iniciais das empresas que entraram na amostra no início do período de estimativa da *TIR*; e FBC_t é o valor contábil inicial das empresas que entram na amostra no período t . Note nas equações 1 e 2 que $X_t - I_t$ representa o fluxo de caixa livre líquido, após depreciação, amortização e investimentos.

Além do mais, sobre as equações 1 e 2 quatro outras observações cabem ressaltar: 1) no cálculo do custo do capital o investimento inicial numa empresa é o seu valor de mercado quando ela entra na amostra; 2) no cálculo do retorno sobre o investimento emprega-se o custo contábil dos ativos que ela traz para a amostra; 3) seja no cálculo de custo de capital ou do retorno sobre o investimento, são utilizados os mesmos fluxos de caixa livres líquidos anuais e o mesmo valor terminal de mercado quando a empresa deixa a amostra ou no final do período de análise; 4) as equações se assemelham as equações padrões de definição de taxa interna de retorno para um projeto de investimento (BRITO e PIMENTEL, 2006, p.3).

Segundo Brito e Pimentel (2006, p.3), que aplicaram a metodologia de Fama e French (1999) no mercado brasileiro, a interpretação direta da *TIR* no valor de mercado (R_v) é o retorno obtido por um investidor que adquire ações a mercado quando elas entram na amostra, recebe ou cobre o fluxo de caixa proporcionalmente enquanto as detém e então as vende ao mercado, ou seja, ela é uma estimativa do custo total do capital para empresas não-financeiras, pois é taxa requerida pelo mercado para financiar as operações e investimentos das empresas da amostra no período mencionado. De acordo Fama e French (1999), essa *TIR* é também a taxa composta de retorno no valor inicial de mercado dos títulos das empresas não-financeiras, incluindo aqueles emitidos após a entrada na amostra. A *TIR* no valor contábil (R_c) representa o retorno auferido pelas empresas sobre o custo inicial dos investimentos realizados por elas.

Nesse sentido, Fama e French (1999) propõem que o fluxo de caixa livre deve ser igual aos pagamentos efetuados aos acionistas menos a emissão líquida de títulos, de forma que se tem a identidade da equação 3.

$$X_t - I_t = Div_t + Int_t - NS_t \quad [3]$$

Onde, Div_t é igual os dividendos pagos aos acionistas no período t ; Int_t representa os juros

pagos no período t ; e NS_t é a emissão líquida de títulos.

Por sua vez X_t e I_t são calculados, de acordo com Fama e French (1999), através das equações 4 e 5 respectivamente.

$$X_t = Y_t + Dp_t \quad [4]$$

Onde, Y_t é o lucro operacional EBIT no período t ou o lucro antes do pagamento de juros, taxas diferidas, itens extraordinários e operações descontinuadas no ano t ; e Dp_t é a depreciação no período t

$$I_t = RCE_t + dS_t + dLTD_t + dSTD_t \quad [5]$$

Onde, RCE_t (*Retained Cash Earnings*) é a soma do lucro operacional EBIT no período t com a depreciação do mesmo período menos a soma dos dividendos pagos por todas as classes de ações menos os juros pagos no período t ($Y_t + Dp_t - Div_t - Int_t$); dS_t representa o fluxo líquido da emissão e recompra de ações; $dLTD_t$ é a variação dos valores dos passivos de longo prazo que pagam juros explicitamente, ou seja, dos itens financiamento de longo prazo, debêntures de longo prazo e a pagar a controladas de longo prazo; $dSTD_t$ representa a variação dos valores dos passivos de curto prazo que pagam juros explicitamente, ou seja, dos itens de financiamento de curto prazo, debêntures de curto, a pagar a controladas de curto prazo e dividendos a pagar. Na verdade o investimento (I_t) pode ser considerado como a variação no capital contábil (BC_t) do período $t-1$ para o período t , mais a depreciação (Dp_t).

O capital contábil (*book capital*) de cada empresa é a soma dos itens do passivo que pagam juros explicitamente com a participação dos acionistas minoritários e com o patrimônio líquido. Assim são somados, dos balanços das empresas, os itens: financiamento de curto prazo, debêntures de curto prazo, a pagar a controladas de curto prazo e dividendos a pagar (STD_t); mais financiamento de longo prazo, debêntures de longo prazo e a pagar a controladas de longo prazo (LTD_t); mais a participação dos acionistas minoritários (AM_t) e o patrimônio líquido (PL_t).

O valor de mercado de cada empresa é dado pelo *market capital* (MC_t) representado pela soma do seu *market value* (MV_t) com os itens do passivo que pagam juros explicitamente ($STD_t + LTD_t$). O *market value* é obtido multiplicando-se o número de ações emitidas pela sua cotação de mercado na data.

Brito e Pimentel (2006) comentam ainda sobre três identidades úteis devido ao balanceamento dos fluxos de caixa no agregado, como algebricamente representado nas equações 6 a 8. Esses autores, aplicando a metodologia de Fama e French (1999) em um mercado (projeto de investimento) com 388 empresas de 18 setores econômicos, listadas na Bovespa entre 1994 e 2004, concluem que a estimativa do custo nominal do capital foi de 18,34% e o retorno dos investimentos igual a 14,15% ao ano, o que indica que a média do investimento corporativo não-financeiro brasileiro não foi lucrativo no passado recente. Abrangendo suas análises com a exclusão de setores de intensa participação estatal, Brito e Pimentel (2006) obtiveram que os investimentos privados bancaram um custo médio de capital de 17,74% e retornaram 18,73%, adicionando um pequeno valor em torno de 1% ao ano. Ressaltam ainda, que os lucros do empreendimento crescem sensivelmente para 7,11% ao ano quando o subconjunto considerado é composto pelas empresas que integram o índice

Ibovespa.

$$Y_t + Dp_t + dS_t + dLTD_t + dSTD_t = I_t + Div_t + Int_t \quad [6]$$

$$dS_t = I_t + Div_t + Int_t - Y_t - Dp_t - dLTD_t - dSTD_t \quad [7]$$

$$dS_t = I_t - RCE_t - dLTD_t - dSTD_t \quad [8]$$

3.2 Empresas participantes da pesquisa

Para comparar o custo de capital e o retorno do investimento de empresas com práticas de governança inferiores e superiores foi utilizada a metodologia de Fama e French (1999) adaptada para disponibilidade de dados no sistema Economática® para mercado brasileiro, conforme Brito e Pimentel (2006). Na aplicação da metodologia foram criados dois mercados teóricos: 1) mercado de empresas com práticas de governança corporativas inferiores; e 2) mercado de empresas com práticas de governança corporativa superiores. A classificação de melhores práticas de governança entre práticas de governança corporativa inferiores foi mediante a participação das empresas no Novo Mercado e nos Níveis 1 e 2 de governança corporativa da Bovespa. Empresas participantes desses mercados comprometeram-se voluntariamente, através de um contrato privado com a Bovespa, a adequar-se a melhores práticas de governança corporativa.

Para selecionar as empresas que compuseram os dois mercados teóricos foram adotados acumulativamente os seguintes passos: 1) analisou a composição do IBOV e o IGC em Setembro/Dezembro de 2006, selecionando as ações de empresas que: a) não faziam parte simultaneamente dos dois índices, como recomendam Vieira e Mendes (2004); e b) não eram instituições financeiras, como recomenda Rogers (2006); 2) posteriormente, para compor o mercado de empresas com práticas de governança corporativa superiores, selecionaram-se as ações de empresas que aderiram ao Novo Mercado ou aos Níveis 1 e 2 até a data de 30/12/2002, totalizando 15 empresas; 3) para compor o mercado de empresas com práticas de governança corporativa inferiores restaram 23 empresas, no entanto foram selecionadas apenas 16 empresas, pois 7 delas não tinha liquidez em bolsa de forma que havia período que as ações não eram negociadas. As Tabelas 1 e 2 apresentam as empresas participantes dos dois mercados de acordo com os critérios supracitados.

Para estimar o custo de capital e o retorno sobre o investimento a partir dos dois mercados teóricos construídos empregou-se a metodologia discutida na seção 3.1. Isto posto, confirma-se que a metodologia apresentada será aplicada duas vezes: uma para o mercado de empresas com práticas de governança corporativa superiores e outra para o mercado de empresas com práticas de governança corporativa inferiores. No entanto, diferentemente de Fama e French (1999) e Brito e Pimentel (2006) que usaram dados anuais, optou-se nessa pesquisa fazer uso de dados trimestrais, devido essencialmente, o curto período da análise: Janeiro/2003 à Dezembro/2005, totalizando 12 trimestres. Períodos anteriores seriam inviáveis para serem analisados, pois inexisteriam fontes confiáveis para classificar as empresas quanto às práticas de governança corporativa no Brasil, e alguns dados dos balanços contábeis das empresas posterior à Dezembro/2005 ainda não estão disponíveis até a presente data.

Tabela 1 – Mercado de empresas com práticas de governança corporativa superiores

Código Ação	Empresa	Tipo Ação	Data Adesão	Mercado
ARCZ6	ARACRUZ	PN	16/4/2002	Nível 1
BRTP4	BRASIL T PAR	PN	9/5/2002	Nível 1
CCRO3	CCR RODOVIAS	ON	1/2/2002	Novo Mercado
CLSC6	CELESC	PN	26/6/2002	Nível 2
CMIG4	CEMIG	PN	17/10/2001	Nível 1
HGTX4	CIA HERING	PN	13/12/2002	Nível 1
GGBR4	GERDAU	PN	26/6/2001	Nível 1
KLBN4	KLABIN S/A	PN	10/12/2002	Nível 1
POMO4	MARCOPOLO	PN	3/9/2002	Nível 2
NETC4	NET	PN	27/6/2002	Nível 2
RAPT4	RANDON PART	PN	26/6/2001	Nível 1
SDIA4	SADIA S/A	PN	26/6/2001	Nível 1
VCPA4	VOTORANTIM C P	PN	14/11/2001	Nível 1
SBSP3	SABESP	ON	24/4/2002	Novo Mercado
WEGE4	WEG	PN	26/6/2001	Nível 1

Nota: PN = ação preferencial; ON = ação ordinária; A fonte da data de adesão remete à Bovespa (2005).

Tabela 2 - Mercado de empresas com práticas de governança corporativa inferiores

Código Ação	Empresa	Tipo Ação
ACES4	ACESITA	PN
AMBV4	AMBEV	PN
TLPP4	TELESP	PN
CPLE6	COPEL	PN
ELET6	ELETROBRAS	PN
VIVO4	VIVO PART	PN
EBTP4	EMBRATEL PAR	PN
PTIP4	IPIRANGA PET	PN
CGAS5	COMGAS	PN
PETR4	PETROBRAS	PN
CSNA3	SID NACIONAL	ON
CRUZ3	SOUZA CRUZ	ON
TNLP4	TELEMAR	PN
TMCP4	TELEMIG PART	PN
TCSL4	TIM PART S/A	PN
USIM5	USIMINAS	PNA

Nota: PN = ação preferencial; ON = ação ordinária.

Outra observação importante a ressaltar é que não existirão empresas saindo e entrando nas amostras (mercados), desse modo, o segundo termo do lado direito nas equações 1 e 2 será igual a zero, de forma que as mesmas se resumem conforme equações 9 e 10 (abaixo). As informações necessárias para cômputo dos fluxos de caixa líquido ($X_t - I_t$), do capital contábil (BC_t) e do valor de mercado (MC_t) das empresas, foram retiradas dos Balanços Patrimoniais, Demonstrações do Resultado do Exercício (DRE), Demonstrações de Origens e Aplicação de Recursos (DOAR) e das cotações das ações trimestrais no sistema Economática®. No cálculo do BC_t e MC_t iniciais foi tomado como período base final de Dezembro de 2002. No cálculo da depreciação trimestral (Dp_t) fez-se uma proporção a partir

dos valores disponíveis no DOAR que geralmente são divulgados pelas empresas apenas anualmente.

$$IV_0 = \sum_{t=1}^T \frac{X_t - I_t}{(1 + R_v)^t} + \frac{TV_T}{(1 + R_v)^T} \quad [9]$$

$$IC_0 = \sum_{t=1}^T \frac{X_t - I_t}{(1 + R_c)^t} + \frac{TV_T}{(1 + R_c)^T} \quad [10]$$

4 Análise dos resultados

A Tabela 3 apresenta as posições em cada final de trimestre das variáveis necessárias para cálculo do *book capital* e do *market capital*. Essas informações são retiradas dos Balanços Patrimoniais e das cotações das ações em bolsa no final do período. A tabela apresenta esses valores agregados, já separados em dois mercados distintos: um com 15 empresas que fazem parte do Novo Mercado, Nível I e II da Bovespa (GC Superior) e outro com 16 empresas que negociam suas ações apenas no mercado tradicional (GC Inferior). Na Tabela 4 está evidenciado os fluxos ocorridos em cada trimestre necessários no cômputo do fluxo de caixa líquido ($X_t - I_t$). Essas informações foram retiradas dos DREs e das DOARs de cada empresa para posteriormente ter-se o agregado por mercado.

Tabela 3 – Posição agregada das variáveis necessárias para cômputo do custo de capital e retorno do investimento do mercado de empresas com práticas de governança corporativa superiores e inferiores (R\$000)

Mercado	Trimestre	LTD_t	STD_t	PL_t	AM_t	MV_t	BC_t	MC_t
GC Inferior	4º Trim/02	85.897.941	33.336.650	155.681.950	2.368.061	133.501.516	277.284.602	252.736.107
	1º Trim/03	70.856.955	32.059.236	165.864.462	1.914.625	133.334.926	270.695.278	236.251.117
	2º Trim/03	72.824.273	28.072.827	170.509.343	5.426.450	147.351.219	276.832.893	248.248.319
	3º Trim/03	77.231.551	34.447.082	174.240.129	5.629.094	174.057.858	291.547.856	285.736.491
	4º Trim/03	101.512.054	40.153.709	173.091.950	5.860.724	226.299.100	320.618.437	367.964.863
	1º Trim/04	82.441.315	31.227.869	179.522.010	5.928.713	232.697.095	299.119.907	346.366.279
	2º Trim/04	81.333.103	29.950.949	185.733.277	6.029.571	213.106.592	303.046.900	324.390.644
	3º Trim/04	80.270.272	31.067.727	204.403.396	6.568.282	255.630.001	322.309.677	366.968.000
	4º Trim/04	94.615.855	37.997.300	201.920.333	6.488.900	274.741.942	341.022.388	407.355.097
	1º Trim/04	85.930.658	38.975.782	212.287.168	7.737.060	283.320.926	344.930.668	408.227.366
	2º Trim/04	76.100.554	28.797.256	221.434.484	9.501.001	271.652.354	335.833.295	376.550.164
	3º Trim/04	74.445.475	29.196.402	229.869.028	9.498.660	330.983.761	343.009.565	434.625.638
	4º Trim/04	93.223.361	36.700.253	234.626.553	10.135.934	345.874.962	374.686.101	475.798.576
GC Superior	4º Trim/02	25.990.421	15.298.174	32.188.744	3.663.043	35.017.218	77.140.382	76.305.813
	1º Trim/03	23.833.384	17.133.030	33.447.271	3.635.342	34.930.369	78.049.027	75.896.783
	2º Trim/03	23.477.047	15.596.383	35.969.300	4.833.042	38.042.690	79.875.772	77.116.120
	3º Trim/03	23.538.297	14.313.873	36.880.540	3.612.987	47.801.232	78.345.697	85.653.402
	4º Trim/03	23.862.804	15.107.970	36.541.570	3.114.950	62.522.041	78.627.294	101.492.815
	1º Trim/04	24.953.723	13.994.396	37.937.742	3.149.976	65.145.210	80.035.837	104.093.329
	2º Trim/04	27.063.750	14.087.065	39.370.461	3.358.144	64.749.657	83.879.420	105.900.472
	3º Trim/04	26.170.132	13.360.565	42.056.862	3.479.984	71.150.088	85.067.543	110.680.785
	4º Trim/04	27.005.022	13.797.168	42.280.705	3.974.247	78.169.843	87.057.142	118.972.033
	1º Trim/04	29.287.477	11.632.927	44.858.277	4.061.981	71.494.930	89.840.662	112.415.334
	2º Trim/04	29.806.756	9.812.116	46.716.117	4.171.615	67.386.453	90.506.604	107.005.325
	3º Trim/04	31.109.578	9.524.318	48.472.338	4.190.516	81.207.067	93.296.750	121.840.963
	4º Trim/04	32.263.181	12.735.576	46.976.672	4.216.330	86.116.887	96.191.759	131.115.644

Tabela 4 – Fluxo agregado das variáveis necessárias para cálculo do custo de capital e retorno do investimento do mercado de empresas com práticas de governança corporativa superiores e inferiores (R\$000)

Mercado	Trimestre	Y_t	Int_t	Dp_t	I_t	RCE_t
GC Inferior	4º Trim/02	-	-	-	-	-
	1º Trim/03	15.201.981	39.446	4.835.803	11.425.127	12.581.563
	2º Trim/03	12.932.609	40.060	4.835.803	-1.301.812	9.642.067
	3º Trim/03	10.813.737	40.371	4.835.803	-9.879.160	4.021.758
	4º Trim/03	22.766.480	1.233.217	4.835.803	-24.234.778	16.009.482
	1º Trim/04	13.791.215	36.767	5.288.108	26.786.638	10.838.290
	2º Trim/04	14.594.487	338.753	5.288.108	1.361.115	8.438.619
	3º Trim/04	16.106.484	39.042	5.288.108	-13.974.665	8.178.198
	4º Trim/04	24.235.993	681.383	5.288.108	-13.424.603	7.759.400
	1º Trim/04	18.115.466	39.583	6.128.877	2.220.597	15.265.482
	2º Trim/04	18.587.175	403.043	6.128.877	15.226.250	13.920.937
	3º Trim/04	18.697.970	283.263	6.128.877	-1.047.393	15.147.933
	4º Trim/04	24.424.146	448.325	6.128.877	-25.547.659	19.023.624
GC Superior	4º Trim/02	-	-	-	-	-
	1º Trim/03	2.744.723	205.775	1.447.323	538.678	2.129.197
	2º Trim/03	2.495.779	5.382	1.447.323	-379.421	2.795.275
	3º Trim/03	2.943.950	2	1.447.323	2.977.398	1.961.666
	4º Trim/03	3.205.350	378.482	1.447.323	1.165.726	1.582.583
	1º Trim/04	3.247.440	155.778	1.623.086	214.543	2.382.190
	2º Trim/04	4.045.590	196.293	1.623.086	-2.220.497	3.683.055
	3º Trim/04	4.217.911	100.000	1.623.086	434.963	4.778.973
	4º Trim/04	3.666.480	759.832	1.623.086	-366.513	2.765.667
	1º Trim/04	4.011.316	7.269	1.781.816	-1.001.704	2.771.161
	2º Trim/04	3.848.997	736.948	1.781.816	1.115.874	2.652.709
	3º Trim/04	3.654.362	7.996	1.781.816	-1.008.330	2.952.186
	4º Trim/04	2.836.013	1.043.969	1.781.816	-1.113.193	21.846

O Gráfico 1 representa o fluxo de caixa líquido para os dois mercados analisados e evidencia que em média o fluxo de caixa líquido para o agregado de empresas que possuem práticas de governança corporativa inferiores é significativamente maior que o fluxo de caixa líquido do agregado de empresas com práticas de governança superiores (cerca de 528%). No entanto, o fluxo de caixa líquido do agregado de empresas com práticas de governança superiores é mais estável do que o mercado GC Inferior mostrando de certa forma o menor risco daquelas empresas.

Apesar da grande diferença na magnitude dos fluxos de caixa líquidos, quando se compara a magnitude do *market capital* e *book capital* entre os dois mercados essa é menor: 1) o valor de mercado inicial e final das empresas com práticas de governança inferiores é, respectivamente, cerca de 331% e 363% maior do que das empresas com práticas de governança superiores; 2) o valor contábil inicial e final das empresas com práticas de governança inferiores é, respectivamente, cerca de 359% e 389% maior do que das empresas com práticas de governança superiores. Houve uma valorização no período em análise do *market capital* das empresas com práticas de governança superiores de 72%, enquanto as empresas do mercado GC Inferior valorizaram 88%. Essa mesma direção evidencia-se no *book capital*: valorização de 35% das empresas do mercado GC Inferior *vis-a-vis* 25% das empresas do mercado GC Superior.

A Tabela 5 apresenta os fluxos de caixa relevantes para computar o custo de capital e retorno do investimento conforme metodologia apresentada. Pela metodologia estima-se em 12,78% a.t. o custo de capital para empresas que adotam práticas de governança corporativa inferiores e em 9,52% a.t. o custo de capital para empresas com práticas de governança

corporativa superiores. Em outra medida, o retorno do investimento das empresas com práticas de governança superiores situa-se em 9,40% a.t. e das empresas com práticas de governança inferiores em torno de 11,56% a.t. Em ambos os mercados o custo de capital é superior ao retorno do investimento, assim como também corrobora os achados de Brito e Pimentel (2006) no mercado brasileiro. Todavia, torna-se importante salientar que a diferença entre o custo de capital e o retorno do investimento para empresas com práticas de governança corporativa superiores é de 1,36%, enquanto essa mesma diferença para empresas com práticas de governança corporativa inferiores é 10,6%. Ou seja, apesar de empresas com práticas de governança corporativa terem tanto o custo de capital como o retorno sobre os investimentos menores que as empresas com práticas de governança inferiores, a destruição de valor é maior proporcionalmente nas empresas com práticas de governança inferiores do que nas empresas com práticas superiores.

Quando se comparam as taxas internas de retorno entre os mercados nota-se, ainda, que relativamente, o custo de capital das empresas com práticas de governança corporativa superiores é 34,22% menor que o custo de capital das empresas que adotam governança corporativa inferiores. Em outra medida, adotando a mesma análise, tem-se que para o retorno do investimento essa diferença é proporcionalmente menor: o retorno do investimento das empresas com práticas de governança corporativa inferiores é apenas 23% maior que o retorno do investimento das empresas com práticas de governança corporativa superiores.

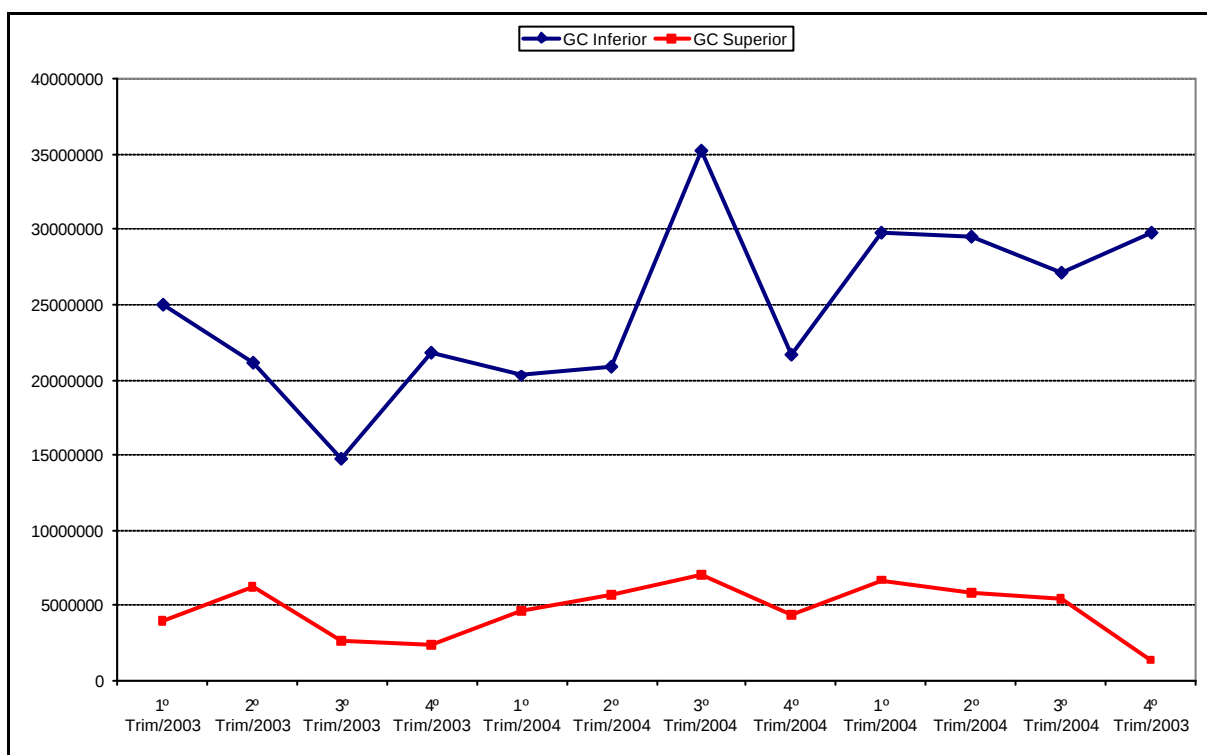


Gráfico 1 – Fluxo de caixa líquido ($X_t - I_t$) para cômputo do custo de capital e retorno do investimento do mercado de empresas com práticas de governança corporativa superiores e inferiores (R\$000)

Um ponto importante a destacar são as altas taxas estimadas para o custo de capital e o retorno do investimento se comparadas com as achadas por Brito e Pimentel (2006). Capitalizadas ao ano essas taxas seriam: 1) GC Inferior: $R_v = 61,78\%$ e $R_c = 54,89\%$; e 2) GC Superior: $R_v = 43,87\%$ e $R_c = 43,24\%$. Os autores supracitados encontraram as seguintes taxas anuais: $R_v = 18,34\%$ e $R_c = 14,15\%$. A principal discrepância entre os achados das duas pesquisas dá-se devido os diferentes estágios do mercado de capitais brasileiro no período em

análise: Brito e Pimentel (2006) analisaram 10 anos (1994-2004) e a presente pesquisa fez uso de apenas 3 anos (2002-2005).

Uma variável que impacta extremamente o cálculo das taxas internas de retorno pela metodologia adotada (custo de capital e retorno do investimento) é o valor de mercado final das ações das empresas (*ceteris paribus*, quanto maior o valor de mercado final maior a taxa interna de retorno). Justificando o alto custo de capital e retorno do investimento encontrado se comparado com a pesquisa de Brito e Pimentel (2006) cita-se o fato que, em oito anos, no período 1994-2002, a valorização nominal do Ibovespa foi de 158%, e de outro lado, em apenas 3 anos, no período 2002-2005 a valorização nominal do Ibovespa foi de 196%.

Tabela 5 – Cálculo do custo de capital e retorno do investimento para o mercado de empresas com práticas de governança corporativa superiores e inferiores (R\$000)

	GC Inferior		GC Superior	
	Rv	Rc	Rv	Rc
IC_0 ou IV_0	252.736.107	277.284.602	76.305.813	77.140.382
$X_1 - I_1$	24.931.057	24.931.057	3.975.549	39.75.549
$X_2 - I_2$	21.089.315	21.089.315	6.215.508	6.215.508
$X_3 - I_3$	14.747.167	14.747.167	2.635.135	2.635.135
$X_4 - I_4$	21.849.931	21.849.931	2.368.343	2.368.343
$X_5 - I_5$	20.289.264	20.289.264	4.678.638	4.678.638
$X_6 - I_6$	20.906.612	20.906.612	5.686.477	5.686.477
$X_7 - I_7$	35.315.314	35.315.314	7.026.152	7.026.152
$X_8 - I_8$	21.673.548	21.673.548	4.384.586	4.384.586
$X_9 - I_9$	29.730.461	29.730.461	6.676.622	6.676.622
$X_{10} - I_{10}$	29.498.432	29.498.432	5.816.471	5.816.471
$X_{11} - I_{11}$	27.130.173	27.130.173	5.429.484	5.429.484
$X_{12} - I_{12}$	29.818.945	29.818.945	1.366.161	1.366.161
TV_{12}	475.798.576	475.798.576	131.115.644	131.115.644
TIR =	12,78%	11,56%	9,52%	9,40%

Nota: IC_0 usa no cálculo do Rc e IV_0 no cálculo do Rv. Para calcular as taxas internas de retorno soma-se o valor de $X_{12} - I_{12}$ com TV_{12} para encontrar o fluxo de caixa relevante do último período.

Ademais, o próprio aspecto recente dos esforços em se instituir boas práticas de governança corporativa no Brasil, compromete o resultado de qualquer pesquisa que avalie o desempenho das empresas que adotaram, e tornam as conclusões incipientes. Uma das melhores classificações que se tem, apesar de recentemente terem surgido agências de *rating* e pesquisas que visam criar um índice próprio de governança corporativa, ainda tem sido o Novo Mercado e os Níveis I e II da Bovespa, que remonta à dezembro de 2000. Em um futuro próximo as pesquisas que usam a classificação dos mercados da Bovespa tornarão mais confiáveis, pois, principalmente em 2005 e 2006, muitas empresas adentraram no Novo Mercado e nos Níveis diferenciados de governança da Bovespa.

5 Considerações finais

De um modo geral, a literatura de finanças discute aspectos do desempenho de uma empresa em função de suas práticas de governança corporativa. A adoção de boas práticas de governança pode implicar, em último caso, uma maior valorização das ações da companhia, seja porque pode aumentar a liquidez das ações, diminuir o risco, reduzir o custo de capital ou aumentar o retorno do investimento. No Brasil, os principais esforços são conduzidos de forma a minimizar os conflitos e custos de agência entre acionistas minoritários e acionistas majoritários, visto que, dada à concentração de propriedade historicamente constituída, esse é o principal problema de agência existente no país.

Um dos empreendimentos de maior sucesso com vista a melhorar as práticas de governança corporativa no Brasil foi à constituição do Novo Mercado e dos Níveis I e II de governança da Bovespa. As empresas que aderem ao Nível I se comprometem, principalmente, com melhoras na prestação de informações e com a dispersão acionária. Empresas que negociam ações no Nível II comprometem cumprir as regras aplicáveis ao Nível I e, em acréscimo, um conjunto mais amplo de práticas de governança corporativa relativas aos direitos societários dos acionistas minoritários. Por fim, empresas aderentes ao Novo Mercado, além de cumprir as regras dos Níveis I e II, exige-se que o capital social da empresa seja composto somente por ações ordinárias.

Esse trabalho teve por objetivo analisar se empresas que negociam ações no Novo Mercado e nos Níveis I e II de governança corporativa da Bovespa possuem menor custo de capital e maior retorno do investimento do que empresas que negociam ações no mercado tradicional. Ou seja, o intuito foi avaliar a eficácia das boas práticas de governança corporativa para redução do custo de capital e incremento do retorno do investimento. Nesse sentido, aplicou-se a metodologia de Fama e French (1999) em dois mercados distintos, cuja classificação deu-se pelo padrão de governança corporativa adotada: empresas com práticas de governança corporativa superiores (com ações negociadas no Novo Mercado, Nível I e II) fazem parte do primeiro mercado teórico e empresas com práticas de governança corporativa inferiores (com ações negociadas no mercado tradicional) fazem parte do segundo mercado teórico.

Os resultados indicaram que empresas adotantes de práticas de governança corporativa superiores possuem o custo de capital e o retorno do investimento menor. Tanto para empresas com práticas de governança superiores como inferiores, o custo de capital é superior ao retorno do investimento, evidenciando uma destruição de valor em ambos os mercados. No entanto, a destruição de valor é maior proporcionalmente nas empresas com práticas de governança inferiores do que nas empresas com práticas superiores, pois a diferença entre o custo de capital e o retorno do investimento para empresas com práticas de governança corporativa superiores é de 1,36%, enquanto essa mesma diferença para empresas com práticas de governança corporativa inferiores é 10,6%. Indica-se ainda que: a) o custo de capital das empresas com práticas de governança corporativa superiores é 34,22% menor que o custo de capital das empresas que adotam governança corporativa inferiores; e b) o retorno do investimento das empresas com práticas de governança corporativa inferiores é apenas 23% maior que o retorno do investimento das empresas com práticas de governança corporativa superiores.

Referências

ALENCAR, R.C.; LOPES, A. B. Custo de capital próprio e nível de *disclosure* nas empresas brasileiras. In: 5º Congresso de Controladoria e Contabilidade, 2005, São Paulo. *Anais ...* São Paulo: FEA/USP, 2005 (CD-ROM).

ANDRADE, A.;ROSSETTI, J. P. *Governança Corporativa*. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2006.

BERLE, A.; MEANS, G. *The modern corporation and private property*. New York: Macmillan, 1932.

BLAIR, M. M. For whom should corporations be run? An economic rationale for stakeholder management. *Long Range Planning*, v. 31, 1999.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO (BOVESPA). *Boletim Diário de Informações* – 26/12/2005. Bovespa: São Paulo, 2005. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>> Acesso em: 02/01/2006.

BRITO, R. D. O.; PIMENTEL, G.G. Sobre o custo de capital e o retorno do investimento corporativo no Brasil.. In: XXX Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação em Administração (ENANAP), 2006, Salvador. *Anais ...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2006 (CD-ROM).

DJANKOV, S.; LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER. The law and economics of self-dealing. NBER working paper series. Cambridge, MA: *National Bureau of Economic Research*, Working Paper nº 11.883, December, 2005.

FAMA, E.F.; FRENCH, K.R. The Corporate Cost of Capital and the return on Corporate Investment. *Journal of Finance*, n. 54, p. 1939-1967, 1999.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Códigos das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. São Paulo: IBGC, Março de 2004. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>> Acesso em Novembro de 2005.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. The nature of man. *Journal of Applied Corporate Finance*, v.7, nº 2, 1994.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v.3, p.305-360, Jul. 1976.

KLEIN, B. Contracting costs and residual claims: the separation of ownership and control. *Journal of Law & Economics*, v.26, p.367-373, June, 1983.

LIMA, I. S.; IKEDA, R. H.; SALOTTI, B. M.; BATISTELLA, F. D. O custo de captação e a governança corporativa. In: 17º Congresso Brasileiro de Contabilidade, 2004, São Paulo. *Anais ...*, 2004 (CD-ROM).

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

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, v.52, 1997.

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.