

Governança Corporativa e Custo de Capital Próprio no Brasil

Corporate Governance and Cost of Equity in Brazil

Silvia Vidal Salmasi
FEA USP
UNISANTA

Roy Martelanc
Doutor em Administração pela USP
Professor da USP

Resumo

Este trabalho busca analisar a relação entre as boas práticas de governança corporativa e o custo de capital próprio em empresas brasileiras de capital aberto, investigando se as empresas que adotam tais boas práticas possuem um menor custo de capital próprio associado quando comparadas às empresas que não as adotam. Para o cálculo do custo de capital próprio foram utilizados o CAPM e o Modelo de Três Fatores com o intuito de verificar se a relação com as práticas de governança independe do método adotado. Foi encontrada uma relação positiva do custo de capital próprio, medido pelo CAPM, com as empresas que adotam qualquer um dos níveis diferenciados de governança corporativa, ou seja, o custo de capital próprio se mostrou maior para empresas que aderiram a tais práticas.

Palavras-chave: Governança corporativa. Custo de capital próprio. CAPM. Modelos de Três Fatores.

Abstract

This paper analyzed the relationship between good corporate governance practices and the cost of equity capital in Brazilian companies open, investigating whether companies that adopt these best practices have a lower cost of capital when compared to associated companies not to adopt. To calculate the cost of equity was used the CAPM and the three factors model in order to verify whether the relationship with the practices of governance independent of the method adopted. We found a positive relationship of the cost of equity, measured by the CAPM, with the companies that adopt any of the different levels of corporate governance, ie the cost of equity was higher for companies that joined in such practices.

Keywords: Corporate Governance. Cost of equity. CAPM. Three factors model.

1. PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

No Brasil, algumas ações foram realizadas de forma a implementar boas normas de Governança Corporativa, como é o caso da Bovespa que implantou, em dezembro de 2000, os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa. As empresas listadas nesses segmentos oferecem aos seus acionistas investidores melhorias nas práticas de governança corporativa que ampliam os direitos societários dos acionistas minoritários e preferencialistas e aumentam a transparência das companhias, com divulgação de maior volume de informações e de melhor qualidade, facilitando o acompanhamento de seu desempenho.

De acordo com a Bovespa (2006), a premissa básica é que a adoção de boas práticas de governança corporativa pelas companhias confere maior credibilidade ao mercado acionário e, como consequência, aumenta a confiança e a disposição dos investidores em adquirirem as suas ações, pagarem um preço melhor por elas, reduzindo seu custo de captação.

A adesão das Companhias ao Nível 1 ou ao Nível 2 depende do grau de compromisso assumido e é formalizada por meio de um contrato, assinado pela Bovespa, pela companhia, seus administradores, conselheiros fiscais e controladores. Ao assinarem o contrato, as partes acordam em observar o Regulamento de Listagem do segmento específico, que consolida os requisitos que devem ser atendidos pelas Companhias listadas naquele segmento, além de, no caso das Companhias Nível 2, adotarem a arbitragem para solução de eventuais conflitos societários.

As companhias do Nível 1 de Governança Corporativa da Bovespa se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. Já as empresas do Nível 2 se comprometem a cumprir as regras aplicáveis ao Nível 1 e, adicionalmente, um conjunto mais amplo de práticas de governança relativas aos direitos societários dos acionistas minoritários. Além de presentes no Regulamento de Listagem, alguns desses compromissos deverão ser aprovados em Assembleias Gerais e incluídos no Estatuto Social da companhia. Vale ressaltar que no nível 2 de governança corporativa da Bovespa há a obrigatoriedade do *tag along*, que é a extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 80% (oitenta por cento) deste valor para os detentores de ações preferenciais. Com relação à adesão das empresas ao Novo Mercado, a sua principal inovação, em relação à legislação, é a exigência de que o capital social da companhia seja composto somente por ações ordinárias.

Na década de 90 foi criado o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), em um momento em que o Brasil abria o mercado para as importações com o objetivo de uma integração competitiva. O objetivo do instituto era melhorar a governança corporativa no Brasil. Em 1999, o IBGC lançou seu primeiro Código de Práticas de Governança Corporativa, em que se concentrava principalmente no conselho de administração e suas recomendações foram inspiradas em reflexões sobre a Lei das Sociedades Anônimas então em vigor.

Em 2001 houve uma adaptação do código de melhores práticas, conforme a evolução das discussões de governança corporativa se aprofundava. Nesta versão houve a recomendação do pagamento do *tag along* aos acionistas preferenciais, mas a mesma não estava regulamentada pela lei vigente no país. A terceira versão do código se deu em 2004 – além de recomendar o *tag along*, ressaltou que a melhor maneira de distribuir o prêmio de controle é a oferta prévia em bolsa de valores, adotada em alguns mercados desenvolvidos.

A governança corporativa no Brasil vem se desenvolvendo no decorrer do tempo e as características atuais nas empresas brasileiras são resumidas por Silveira (2006a, p. 65), conforme segue abaixo.

Quadro 1 - Modelo atual de governança corporativa das companhias brasileiras

Modelo Atual	
Estrutura de Propriedade	1. Alta concentração das ações com direito a voto (ordinárias)
	2. Alto nível de utilização de ações sem direito a voto (preferenciais)
	3. Empresas fundamentalmente de controle familiar ou controladas por poucos investidores
	4. Não reconhecimento dos interesses dos acionistas minoritários
	5. Acionistas minoritários pouco ativos
	6. Alta sobreposição entre propriedade e gestão
Conselho de Administração	1. Pouca clareza na divisão dos papéis conselho/diretoria executiva, principalmente nas empresas familiares
	2. Estruturas informais dos conselhos (ausência de comitês)
	3. Maioria de conselheiros externos, porém não independentes
	4. Escassez de conselheiros profissionais capacitados
	5. Remuneração como fator pouco relevante

FONTE: Silveira, Alexandre de Miceli (2006, p. 65).

2. GOVERNANÇA CORPORATIVA E VALOR NO BRASIL

Os estudos mais recentes sobre governança corporativa buscam comprovar que as empresas que adotam as práticas que restringem a expropriação do acionista e do credor têm um melhor desempenho e têm um maior valor de mercado. A importância da governança corporativa e seu relacionamento com o valor da empresa e o custo de capital são explicados por Silveira (2006a, p. 37), como segue:

Para se compreender a importância da governança corporativa, é preciso entender seu possível impacto sobre as empresas. A idéia básica é a de que, em uma população de companhias, algumas se diferenciam como “empresas com boa governança”. Essas empresas se tornariam mais atraentes para os investidores, *ceteris paribus*, aumentando a qualidade de indivíduos interessados em alocar recursos nessas companhias. Como consequência da maior oferta de recursos, decorrente do aumento da demanda dos investidores por seus títulos, haveria uma diminuição do custo de capital dessas companhias, tanto do custo do capital próprio via ações, quanto do custo de capital de terceiros via debêntures, bônus e capital, tecnicamente denominado WACC (*weighted average cost of capital*). Como consequência imediata de um menor WACC, haveria um incremento no valor das companhias, haja vista que o valor de uma companhia pode ser mensurado pelo somatório dos fluxos de caixa livre futuros para a empresa (FCLE) trazidos a valor presente por uma taxa de desconto medida pelo WACC. Além do aumento do valor, a redução do custo de capital diminuiria a taxa mínima de atratividade (TMA) da companhia, possibilitando o empreendimento de mais projetos e aumentando a rentabilidade dos projetos existentes. Conseqüentemente, a diminuição da taxa mínima de atratividade aumentaria a competitividade da companhia.

Alguns autores estudaram esta relação no Brasil e, dentre eles, pode-se citar os trabalhos desenvolvidos por Silveira *et al* (2003), Carvalho da Silva (2004), Leal e Carvalho da Silva (2005), Carvalho da Silva e Leal (2005) e Silveira, Barros e Famá (2005a). Vale ressaltar que em todos estes estudos foi encontrada uma relação positiva entre governança corporativa e valor da empresa.

Silveira *et al* (2003) estudaram a relevância da estrutura de governança para o valor das empresas de capital aberto no Brasil no período de 1998 e 2000, considerando como variáveis a separação dos cargos de diretor executivo e presidente do conselho, tamanho do conselho e grau de independência do conselho, através do modelo de regressão linear múltipla. Os resultados obtidos apresentaram evidência de que, em média, as empresas, as quais tiveram pessoas distintas ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do conselho, obtiveram maior valor de mercado. Além disso, as empresas com um número intermediário de conselheiros (cinco a seis membros) obtiveram, em média, maior valor, mas não foi verificada a existência de correlação entre a composição do conselho e valor.

Já o trabalho de Carvalho da Silva e Leal (2005) investigou a relação entre a qualidade das práticas de governança corporativa das empresas e seu valor e desempenho. Os autores utilizaram o índice de governança corporativa de 15 perguntas, para medir a adoção

de práticas de governança corporativa, e como variáveis dependentes, o Q de Tobin e o ROA, representando o valor e o desempenho da empresa, respectivamente. Os autores concluíram que menos do que 4% das empresas brasileiras possuem boas práticas de governança corporativa, e as empresas com melhores práticas de governança corporativa têm um valor maior e um desempenho mais alto.

Outro estudo desenvolvido pelos autores, Leal e Carvalhal da Silva (2005), utilizou-se de um índice de governança corporativa (CGI) composto de 24 questões para medir o nível de governança corporativa, para os anos de 1998, 2000 e 2002. Os resultados mostraram que as empresas têm um melhor desempenho em *disclosure* do que em outras práticas de governança corporativa no Brasil e que há um relacionamento robusto entre o CGI e o valor da empresa.

A grande maioria dos estudos de governança corporativa assume que os mecanismos de governança corporativa são variáveis exógenas e, sendo assim, não são determinadas por outros mecanismos de governança ou demais características da empresa. Entretanto, é possível que alguns mecanismos de governança, ou a sua qualidade, sejam variáveis endógenas, ou seja, variáveis influenciadas por outros mecanismos de governança ou por outros atributos das empresas (SILVEIRA, BARROS, FAMÁ, 2005a, p. 2).

Nessa perspectiva, Silveira, Barros e Famá (2005a) investigam a influência da qualidade da governança corporativa sobre o valor de mercado de 154 empresas de capital aberto. O estudo utilizou-se de diferentes abordagens econométricas em ordem crescente de complexidade, sendo elas a regressão múltipla, variáveis instrumentais e sistemas de equações simultâneas. Em todos os métodos estatísticos utilizados, os resultados obtidos verificam uma influência positiva e significativa da qualidade de governança corporativa sobre o valor da empresa e, de acordo com os autores, os resultados sugerem que haja um efeito causal, ou seja, com o aumento da governança corporativa há uma maior capitalização de mercado das empresas.

Os mesmos autores ressaltam que há dois problemas associados à endogeneidade nos estudos de governança corporativa, que pode ser pela presença de variáveis omitidas e pela eventual determinação simultânea das variáveis de interesse. No que se refere às variáveis omitidas, características não mensuráveis ou não controladas na regressão podem influenciar simultaneamente as variáveis independentes e a dependente. Neste caso, a variável omitida poderia induzir um relacionamento nulo ou negativo entre governança e valor, provocando uma fraqueza nos resultados obtidos por meio de regressões (SILVEIRA, BARROS, FAMÁ, 2005a, p. 9).

No que se refere ao problema de determinação simultânea, esta ocorre quando há uma relação de causalidade reversa entre a qualidade da governança e o valor de mercado das empresas. Nesse contexto, a relação de causalidade não aconteceria apenas no sentido de que melhores práticas de governança corporativa influenciam o valor de mercado da empresa, mas também no sentido de que empresas que são mais bem avaliadas pelo mercado adotam melhores práticas de governança corporativa.

Uma solução para esses problemas de endogeneidade seria a utilização de variáveis instrumentais que possuem uma forte correlação com qualidade de governança corporativa e uma correlação nula com o erro da regressão (SILVEIRA, BARROS, FAMÁ, 2005a, p. 10).

3. GOVERNANÇA CORPORATIVA E 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.

Quanto à redução do custo de capital, ela envolve a confiabilidade dos acionistas e 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 retorno e gerando valor para a empresa. Deste modo, a taxa futura exigida pelos acionistas e credores é menor, pois há menos riscos envolvidos.

De acordo com a pesquisa realizada pela McKinsey (2002), que contou com a participação de administradores de 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 acreditam que há uma redução do custo de capital e melhora do desempenho da empresa quando são adotadas melhores práticas de governança corporativa.

Com relação aos estudos desenvolvidos no que tange à comprovação da redução do custo de capital mediante a adoção de práticas de governança corporativa, pode-se citar os trabalhos desenvolvidos por Chen, Chen e Wei (2003), Ashbaugh, Collins e LaFond (2004), Garmaise e Lui (2005) e Chen (2005), que serão expostos no decorrer deste texto.

Ashbaugh *et al* (2004) desenvolveram um estudo de custo de capital e governança corporativa utilizando uma amostra de mais de duas mil empresas americanas no período de 1996 a 2002. Os autores analisaram os atributos de governança relacionados à qualidade da informação, estrutura de propriedade, direitos dos acionistas e estrutura do conselho. Os retornos esperados das ações, ou custo do capital próprio, foram obtidos através do banco de dados Value Line, e, portanto, os autores não utilizaram nenhum dos modelos desenvolvidos na literatura para estimar o custo de capital próprio da empresa. Dentro deste contexto, os autores obtiveram como resultado que o fator mais explicativo dos retornos esperados, ou do custo de capital próprio, foi o beta.

De acordo com Ashbaugh *et al* (2004, p. 30), a parcela do efeito da governança corporativa no custo de capital é capturada pela exposição da empresa ao risco de mercado. Os autores afirmam: “Estas descobertas fornecem evidências que foram amplamente omitidas na literatura, de que a governança corporativa afeta o custo de capital de duas maneiras: (1) indiretamente através do beta reduzindo os problemas de *moral hazard* (risco moral) e (2) diretamente mitigando outros riscos de agência não diversificáveis”.

Os autores encontraram uma associação significativa entre o número de atributos de governança corporativa e o custo de capital próprio da empresa. Especificamente, encontraram que empresas que possuem um maior crescimento anormal têm um maior custo de capital próprio, enquanto que empresas com maior transparência de ganhos e com mais comitês de auditoria independente têm um menor custo de capital próprio. Além disso, empresas com concentração de propriedade em acionistas majoritários (*blockholders*) possuem uma correlação positiva com o custo de capital próprio, o que é consistente com o aumento dos problemas de agência entre os acionistas majoritários e os minoritários. Além disso, os autores encontraram uma relação negativa entre o custo de capital próprio e a independência do conselho e a porcentagem de ações que os representantes do conselho possuem. De acordo com os dados, os atributos de governança explicam aproximadamente 8% da variação do custo de capital próprio das empresas.

Assim, Ashbaugh *et al* (2004) concluem que a estrutura de propriedade, os direitos dos acionistas e a estrutura do conselho afetam o custo de capital próprio da empresa indiretamente via beta.

Com relação ao estudo desenvolvido por Chen, Chen e Wei (2003), os autores testaram se o *disclosure* (divulgação das informações sobre as demonstrações financeiras) reduz o custo de capital próprio da empresa em mercados emergentes, pois que a qualidade das informações nestes países é menor do que é observada em países desenvolvidos. Além

disso, outro teste realizado pelos autores propôs-se a verificar se, além do *disclosure*, outros mecanismos de governança corporativa também podem reduzir o custo de capital por meio da redução do risco de expropriação pelos acionistas majoritários. Para o desenvolvimento do estudo, os autores usaram uma amostra composta de empresas de nove países emergentes na Ásia e para a estimativa do custo de capital próprio, usaram uma variação do modelo de desconto de dividendos.

Os resultados obtidos com as regressões mostraram que o *disclosure* pode reduzir o custo de capital próprio da empresa no mercado emergente da Ásia e sugere que os investidores pagam um prêmio para as empresas que possuem uma boa governança corporativa, descontando os fluxos de caixa esperados a uma menor taxa. De acordo com Chen *et al* (2003), “As empresas com uma fraca governança corporativa têm o potencial de aumentar o valor para o acionista mediante o fortalecimento dessas práticas. Por outro lado, as empresas que falham em melhorar os mecanismos de governança terão que suportar um alto custo para tentar obter um capital externo para financiar seu crescimento”. Os autores também concluem que, embora o *disclosure* tenha um efeito negativo no custo de capital próprio da empresa, o efeito é menor do que os outros mecanismos de governança corporativa. Além disso, a qualidade da informação e os mecanismos de governança são mais fracos ou pobres para o *disclosure* atuar como um papel efetivo nos mercados emergentes da Ásia (CHEN *et al*, 2003, p. 24).

Além disso, os autores encontraram resultados que sugerem que nos mercados emergentes, onde os fatores de infra-estrutura, como a proteção legal dos investidores, são deficientes, o papel do *disclosure* na redução do custo de capital não é tão importante como os outros mecanismos de governança corporativa. Além disso, Chen *et al* (2003) sugerem que o risco de ser expropriado pelos internos é não diversificável; sendo assim, os investidores não só esperam um menor fluxo de caixa futuro para empresas com uma governança corporativa fraca, mas eles também descontam os fluxos de caixa futuros a uma taxa maior.

Já Garmaise e Liu (2005) fizeram um estudo que relaciona corrupção, governança da empresa e custo de capital. Os autores desenvolveram um modelo baseado na teoria de que os acionistas são proprietários da empresa, mas a mesma é administrada por um agente que pode ser honesto ou desonesto. Os autores utilizaram uma amostra internacional de 5950 empresas e a *proxy* para a probabilidade de desonestidade foi obtida por meio da pesquisa *Transparency International and the Global Competitiveness Report*. Para cada empresa foi atribuída uma classificação de seu país. Para o cálculo da taxa de retorno esperada da empresa, os autores utilizaram um índice mundial para o cálculo do beta, no período de 1997 a 2001.

Os resultados obtidos mostraram que, quando os administradores possuem um acesso privilegiado à informação, podem fazer falsos relatórios para os acionistas, relatando baixos fluxos de caixa futuros, distorcendo o investimento. Já quando os administradores possuem tanto informação quanto controle, eles seguem uma política de super-investimento (*overinvestment*), o que destrói o valor da empresa. O resultado dos autores é que uma fraca governança corporativa aliada à desonestidade do administrador aumenta o beta da empresa. Sendo assim, o seu risco sistemático e o efeito da corrupção é maior em países em que o direito dos acionistas é fraco. Por conseguinte, os efeitos no beta conduzem a uma destruição de valor da empresa e têm implicações na alocação de ativos internacionais.

Alguns problemas estão associados à elaboração da comprovação da relação custo de capital próprio e governança corporativa no Brasil. O cálculo do custo de capital próprio é polêmico e nem todas as economias possuem dados de previsão de taxa de retorno do capital próprio, como o caso de dados americanos utilizados por Ashbaugh, Collins e LaFond (2004).

Além disso, não há índices de governança corporativa disponíveis no mercado que classifiquem as empresas de acordo com o seu nível de adoção de práticas de governança corporativa, sendo que cada autor adota sua forma de medir a governança corporativa e nem

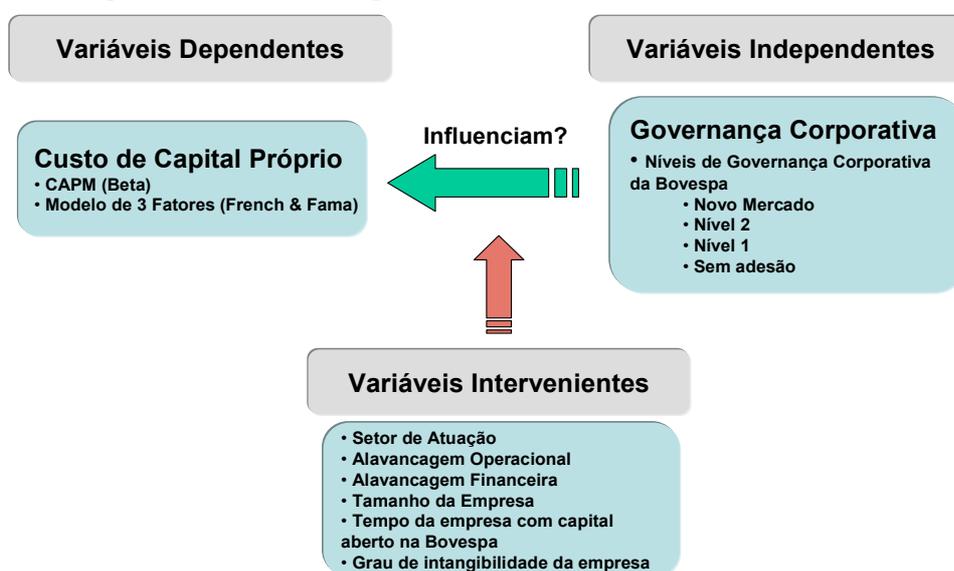
todas as informações sobre as empresas estão disponíveis no mercado, como, por exemplo, é o caso da remuneração dos executivos no Brasil.

4. METODOLOGIA

4.1. Objetivo, Hipóteses da Pesquisa e Amostra

O presente estudo tem como objetivo investigar se há uma relação entre o custo de capital próprio de empresas brasileiras e a adoção de práticas de governança corporativa. Para tanto, será testada a hipótese de que há uma relação significativa entre a adoção das práticas de governança corporativa e o custo de capital próprio, ou seja, as empresas apresentariam um menor custo de capital próprio quando houvesse a adoção de práticas de governança corporativa. Para tanto, o modelo de pesquisa utilizado é resumido na figura a seguir:

Figura 1 - Modelo de Pesquisa



A amostra utilizada é composta pelas empresas de capital aberto, ativas, não financeiras, presentes na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), com ações negociadas entre julho de 2005 e junho de 2006. As empresas que não apresentaram dados suficientes no período analisado ou que possuíam valores extremos (*outliers*) foram desconsideradas da amostra.

Utilizou-se o banco de dados do Economática para a coleta das informações financeiras das empresas e para a análise o software estatístico SPSS 10.0.7.

4.2. Variáveis Dependentes

Para o cálculo do custo de capital próprio será utilizado dois modelos de cálculo, o CAPM e o Modelo de Três Fatores, para com isso, verificar se a relação entre custo de capital próprio e governança corporativa independe do método utilizado para o cálculo do custo de capital próprio, minimizando o possível viés relacionado ao método de cálculo do custo de capital próprio, que é amplamente discutido na literatura de finanças.

O período utilizado para o cálculo dos dois modelos de custo de capital próprio é o de julho de 2005 a junho de 2006. Este período foi escolhido com o intuito de eliminar possíveis vieses devido às instabilidades políticas e mudanças econômicas além de possibilitar a obtenção de um montante de empresas que adotassem algum nível de governança corporativa na Bovespa.

Vale ressaltar que foram utilizadas as taxas mensais das cotações das ações e consideradas somente as ações da amostra que apresentavam pelo menos uma cotação por mês no período analisado, sendo desconsideradas as empresas que não satisfizessem tal condição.

4.3. CAPM

No que se refere ao custo de capital medido pelo CAPM, o fator que explica o valor do custo de capital próprio medido pelo modelo é o fator beta (β), sendo que este é um estudo comparativo entre as empresas. Isto se deve porque as demais variáveis que compõem o modelo, a taxa livre de risco e o prêmio pelo risco assumido, possuem o mesmo valor para todas as empresas; sendo assim, os demais fatores do modelo representam um valor constante independentemente da empresa que esteja em análise. Isto favorece o estudo, pois a estimativa das outras variáveis que compõem o CAPM possuem problemas na sua definição.

Os estudos realizados por Garmaise e Liu (2005) e Ashbaugh, Collins e LaFond (2004) sobre governança corporativa e custo de capital corroboram para a utilização do beta como estimador do custo de capital próprio da empresa. Sendo assim, a variável dependente será composta apenas pelo valor do beta (β). No caso das ações, serão utilizadas as taxas mensais de retorno e, para o cálculo do retorno da carteira de mercado, será utilizado como *proxy* o valor do índice da Bolsa de Valores de São Paulo, o Ibovespa. Sabe-se que o Ibovespa não é o melhor estimador do retorno da carteira de mercado, pois é calculado pela liquidez das ações das empresas na Bovespa e não em relação à proporção do valor da empresa em relação ao mercado, conforme a necessidade do modelo CAPM, mas como ainda não há um outro indicador disponível no Brasil; o mesmo será utilizado como *proxy* neste estudo.

Vale ressaltar que algumas premissas são feitas para que se possa utilizar o CAPM para os mercados emergentes. De acordo com Damodaran (2002, p. 391), admite-se para o cálculo que o investidor possua uma carteira diversificada, que a economia global tornar-se-á totalmente integrada e que a maioria dos mercados emergentes se tornará aberta e eficiente. Além disso, admite-se que não haja restrições de acesso aos investidores locais à taxa global livre de risco e que a maioria dos riscos nacionais é diversificável para o investidor local. Com estas premissas, de acordo com o autor, é possível a aplicação do modelo do CAPM para estimar o cálculo do custo do capital próprio em mercados emergentes.

Além disso, foram calculados os betas tanto para as ações preferenciais quanto ordinárias. O beta utilizado neste estudo corresponde à média ponderada das ações presentes na empresa, entre ordinárias e preferenciais, para se obter um beta único referente ao custo de capital próprio da empresa.

4.4. Modelo de Três Fatores

O modelo de três fatores proposto por French e Fama (1992, 1993) utiliza-se de três fatores para o cálculo do custo de capital próprio, que são o fator prêmio de mercado, fator tamanho e o fator B/M. A equação que representa o modelo de três fatores segue abaixo:

$$R_i - R_f = \alpha + b[R_m - R_f] + s[SMB] + h[HML] + \varepsilon$$

Onde:

R_i = Retorno da ação i ; R_f = Taxa livre de risco; R_m = Retorno da carteira de mercado;

$(R_m - R_f)$ = Prêmio pelo risco de mercado; SMB = Prêmio pelo tamanho e HML = Prêmio pelo risco; ε = termo de erro que capta o componente não explicado do custo de capital próprio

Dentro deste contexto, este modelo desenvolve o modelo do CAPM, mediante a incorporação de dois outros fatores para a melhor determinação do custo de capital próprio.

De acordo com Malaga e Securato (2004), o modelo de três fatores é superior ao CAPM na explicação da variação dos retornos para o mercado brasileiro e os dois fatores adicionais, tamanho e índice B/M, e parecem estar relacionados aos fatores sistêmicos não captados pelo fator mercado medido pelo CAPM, e por esta razão foi utilizado neste artigo.

Para o cálculo do custo de capital próprio por intermédio do Modelo de Três Fatores foram utilizadas as mesmas características do desenvolvimento de cálculo por French e Famá (1993). Deste modo, o período utilizado pelo autores compreende um período de doze meses, iniciando-se em junho do ano X, neste artigo junho 2005 e terminando em julho do ano X+1, ou seja, de 2006, sendo o mesmo critério utilizado neste estudo, sendo que os valores contábeis utilizados no cálculo referem-se aos das demonstrações contábeis de dezembro do ano X, ou neste caso, de 2005.

Os prêmios mensais, SMB, HML e risco de mercado, foram utilizados como variáveis explicativas nas regressões temporais para o cálculo do custo de capital próprio para todas as ações preferenciais e ordinárias presentes na amostra.

Depois de calculadas as regressões, com os respectivos coeficientes, obteve-se o valor do custo de capital próprio para cada tipo de ação. O custo de capital próprio da empresa foi definido por meio da média ponderada entre os tipos de ações que a empresa possui, com o valor do cálculo do custo de capital próprio da ação ordinária e preferencial.

4.5. Variáveis independentes

As variáveis independentes são aquelas que afetam ou explicam a variável dependente, neste caso o custo de capital próprio. As variáveis independentes para este estudo são as variáveis que representam os níveis de adoção das práticas de governança das empresas brasileiras.

Os níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa, que é composto pelos três níveis de governança corporativa da Bovespa, nível 1 (NCG1), nível 2 (NCG2) e Novo Mercado (NGCNM), serão utilizadas como *proxy* para representar o nível de adoção de práticas de governança corporativa. Para tanto, esta variável foi transformada em variável *dummy*, para verificar o impacto de cada nível no custo de capital próprio.

Para verificar o impacto independentemente do nível de adesão aos níveis de Governança Corporativa da Bovespa no custo de capital próprio, utilizou-se a variável “PGC” (possui governança corporativa). Esta variável está associada a qualquer empresa que possui algum nível diferenciado de governança corporativa, independentemente de qual nível adotado. Esta também é uma variável *dummy*, em que são atribuídas às empresas que estão listadas em um dos níveis diferenciados de governança corporativa o valor 1, e no caso contrário, assume-se o valor 0.

4.6. Variáveis intervenientes

No que se refere a variável interveniente, ela tem como finalidade anular, ampliar ou diminuir a influência da independente sobre a dependente. Sendo assim, interfere na relação, ajudando a justificar a relação pré-estabelecida entre as variáveis em estudo.

De acordo com Damodaran (1997, p. 133) e Ross (1995, p. 250), os três determinantes do beta, e conseqüentemente do custo do capital próprio, são: a natureza cíclica da empresa, a alavancagem operacional e a alavancagem financeira, conforme visto na revisão bibliográfica deste trabalho. Deste modo, como estas três variáveis, teoricamente, influenciam no comportamento da taxa de retorno esperado pelo acionista, serão consideradas no modelo, de acordo com o que segue:

1. Alavancagem financeira (GAF): Obtida pelo Economática:

$$GAF = \frac{LL \times AtivoTotal}{\frac{Patrim\u00f4nio L\u00edquido}{(LL - Resultado Financeiro)}}$$

2. Alavancagem operacional (GAO): Obtida pelo Econom\u00e1tica:

$$GAO = \frac{Receita L\u00edquida Operacional - CPV}{(Receita L\u00edquida Operacional - CPV - Despesas Operacionais Pr\u00f3prias)}$$

3. Natureza c\u00edclica da empresa: foi definida como uma vari\u00e1vel *dummy*, utilizando-se como *proxy* o setor de atua\u00e7\u00e3o em que a empresa est\u00e1 inserida, pois certos setores podem ser mais sens\u00edveis \u00e0s condi\u00e7\u00f5es econ\u00f4micas do que outros. A classifica\u00e7\u00e3o utilizada foi a do Econom\u00e1tica, que divide as empresas em 20 setores.

4. Tamanho da empresa (Tamanho): esta vari\u00e1vel pretende medir as diferen\u00e7as das empresas no que se refere ao seu acesso ao mercado, que pode advir de seu tamanho. Esta vari\u00e1vel foi calculada pelo logaritmo da receita operacional l\u00edquida, em valores nominais, no primeiro semestre de 2006, conforme utilizado por Silveira (2006a).

5. Grau de intangibilidade da empresa (GI): Grau de intangibilidade da empresa. Quanto mais ativos tang\u00edveis a empresa possui, mais garantias os credores ter\u00e3o caso haja um insucesso por parte da empresa e, assim, requerer\u00e3o uma menor taxa de custo de capital para a empresa. Em contrapartida, quanto mais intang\u00edvel forem os ativos da empresa, maior ser\u00e1 o risco dos recursos serem desviados, devido a sua dif\u00edcil monitora\u00e7\u00e3o, e deste modo, melhor dever\u00e1 ser a Governan\u00e7a Corporativa da empresa para compensar essa caracter\u00edstica das suas opera\u00e7\u00f5es (Perobelli et al, 2005). Para o c\u00e1lculo desta vari\u00e1vel, utilizou-se o conceito de grau de intangibilidade (GI) de Perez (2003), em que quanto maior \u00e9 o \u00edndice, maior \u00e9 a participa\u00e7\u00e3o de ativos intang\u00edveis na estrutura de ativos da empresa, sendo calculado como segue:

$$GI = \frac{Valor\ de\ mercado\ total\ das\ a\u00e7\u00f5es}{Patrim\u00f4nio\ L\u00edquido\ Cont\u00e1bil}$$

6. Tempo com a\u00e7\u00f5es negociadas: Per\u00edodo de tempo que a empresa comercializa as suas a\u00e7\u00f5es na Bovespa. Esta vari\u00e1vel \u00e9 calculada pela diferen\u00e7a entre a data de in\u00edcio da s\u00e9rie da a\u00e7\u00e3o at\u00e9 fim do 2\u00b0 trimestre de 2006, representado em dias.

Vale ressaltar que para todas as vari\u00e1veis intervenientes que se utilizaram de valores cont\u00e1beis, foram utilizados os dados cont\u00e1beis de dezembro de 2005. Isso foi adotado, pois segundo French e Fama (1992, 1993) o mercado tem um per\u00edodo para a incorpora\u00e7\u00e3o e reconhecimento das informa\u00e7\u00f5es cont\u00e1beis no custo de capital pr\u00f3prio da empresa. Esses autores utilizaram-se para o c\u00e1lculo do custo de capital pr\u00f3prio os valores cont\u00e1beis de dezembro do ano X, neste caso de estudo dezembro de 2005, e para manter a coer\u00eancia dos dados cont\u00e1beis utilizados na an\u00e1lise optou-se por utilizar todos os dados nesta data.

5. RESULTADOS

As an\u00e1lises dos resultados foram realizadas em duas etapas: uma, utilizando-se do beta da empresa como vari\u00e1vel dependente e, outra, utilizando o custo de capital pr\u00f3prio medido pelo modelo de tr\u00eas fatores e a sua rela\u00e7\u00e3o com a ado\u00e7\u00e3o de governan\u00e7a corporativa. Para a estimativa do modelo, foi utilizado o m\u00e9todo stepwise do SPSS.

5.1. Resultados utilizando o CAPM como custo de capital próprio

Para a regressão linear múltipla, utilizando-se do beta da empresa como variável dependente, os resultados obtidos estão nas tabelas a seguir:

Tabela 1 - Resumo do modelo de regressão - utilizando o CAPM

Modelo	R	R ²	R ² ajustado	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				Durbin-Watson	
					R Square Change	F Change	df1	df2		Sig. F Change
	0,575	0,330	0,273	0,487	0,0327941	4,603	1	94	0,034	2,091

Tabela 2 - Resumo dos coeficientes e das estatísticas de colinearidade (CAPM)

Modelo 8	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.	95% Intervalo de confiança para B		Estatísticas de Colinearidade	
	B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound	Tolerância	VIF
(Constant)	0,673540	0,0942		7,1507	0,0000	0,4865	0,8606		
Veículos e Peças	-0,651568	0,1731	-0,3236	-3,7634	0,0003	-0,9953	-0,3078	0,9637	1,0377
Química	-0,413977	0,1574	-0,2248	-2,6308	0,0100	-0,7264	-0,1015	0,9752	1,0254
GAF	0,086996	0,0296	0,2585	2,9361	0,0042	0,0282	0,1458	0,9188	1,0884
GAO	-0,094554	0,0289	-0,2987	-3,2733	0,0015	-0,1519	-0,0372	0,8552	1,1693
Papel e Celulose	-0,639221	0,2287	-0,2416	-2,7945	0,0063	-1,0934	-0,1850	0,9532	1,0491
PGC	0,253965	0,1001	0,2215	2,5377	0,0128	0,0553	0,4527	0,9349	1,0697
Agro e Pesca	-1,58334	0,5151	-0,3842	-3,0741	0,0028	-2,6060	-0,5607	0,4560	2,1928
GI	0,0004349	0,0002	0,2729	2,1455	0,0345	0,0000	0,0008	0,4402	2,2716

Por meio do método *stepwise*, a equação mais adequada com relação às variáveis independentes incluídas no modelo, possui um R² de 0,33, ou seja, 33% da variação do custo de capital próprio estão sendo explicados pelas variáveis que representam os setores da economia, pelas empresas que aderiram a algum nível de governança corporativa, pelo grau de alavancagem financeira, pelo grau de alavancagem operacional e pelo grau de intangibilidade da empresa. Apesar do R² ajustado ser baixo, de 0,273 ou 27,3%, isso não é tão relevante para o presente estudo, pois não se pretende realizar uma previsão do custo de capital por meio da equação, mas sim verificar o impacto da variável que representa a governança corporativa no custo de capital próprio, bem como as demais variáveis presentes no modelo.

Com relação às variáveis propostas para o modelo, verifica-se que a variável PGC tem um coeficiente de sinal positivo com relação ao custo de capital próprio, ou seja, as empresas que adotam os níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa possuem um custo de capital próprio maior do que as empresas que não o fazem, o que não corresponde com o esperado, de acordo com a teoria de governança corporativa. Uma das possíveis explicações para tal fato seria a maior valorização das ações de empresas que adotaram os níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa quando comparadas com as demais empresas presentes na bolsa de valores de São Paulo no período considerado na análise.

Quando se analisa o IGC, índice de governança corporativa, que mede o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas que apresentem adequado nível de governança corporativa, em comparação com o Ibovespa, verifica-se pelo gráfico a seguir de que há uma valorização maior do que o índice da bolsa de valores. Além disso, a valorização das ações das empresas que aderiram aos índices diferenciados de governança corporativa, pela análise do gráfico, mostra que as mesmas têm um comportamento que apresenta uma maior variação com relação ao Ibovespa, ou seja, uma maior inclinação da reta, o que pode representar os valores mais elevados do beta para estas empresas.

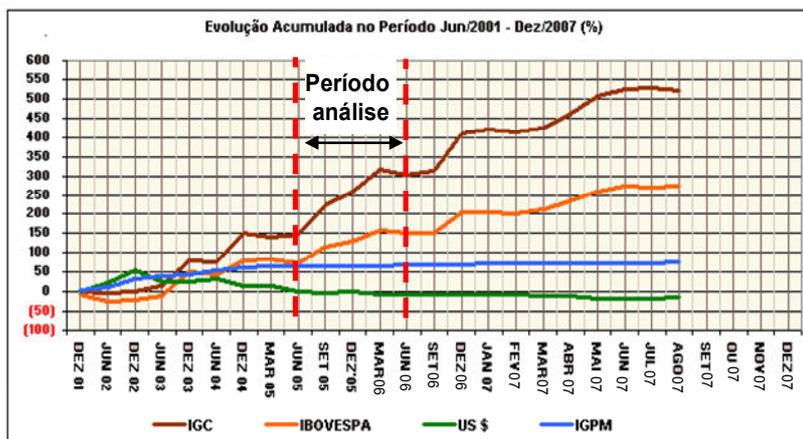


Gráfico 1 - Evolução acumulada do IGC, Ibovespa, US\$ e IGPM no período de Jun/2001-Ago/2007

Fonte: www.acionista.com.br

O beta de uma ação ou de uma carteira é obtido dos retornos passados, sendo o coeficiente de inclinação da regressão entre os retornos da ação ou carteira e os da carteira de mercado. Em um período limitado, em que fatores externos gerem retornos sistematicamente superiores, o coeficiente de inclinação da reta de regressão será naturalmente elevado. Esse cenário existiu no período considerado, que se notabilizou pelo reconhecimento da relevância de as empresas adotarem níveis diferenciados de governança, com decorrente valorização das que o fizeram.

O coeficiente de correlação mede, em tal cenário, um retorno sistematicamente superior e não um risco superior. O beta assim estimado pode deixar de refletir o risco da ação ou da carteira e não ser replicável quando o fator externo cessar.

A alavancagem financeira também apresenta um impacto positivo no custo de capital, ou seja, quanto maior o endividamento da empresa, maior é o seu custo de capital próprio associado. Este resultado já era esperado, pois, quanto maior o endividamento, maior é o risco associado à dependência do financiamento de terceiros e o risco de insolvência envolvido, caso a empresa não tenha meios para honrar com os seus compromissos. Isto resulta em um maior retorno exigido pelos acionistas, pois os mesmos assumem um maior risco relacionado à empresa quando investem na organização.

A variável que representa o grau de intangibilidade da empresa – GI – também possui um coeficiente positivo. Isto revela que quanto mais intangível for a empresa, maior é o seu custo de capital próprio associado. Isto se justifica porque a empresa não possui ativos que possam servir de garantias para os investimentos realizados e também porque é mais difícil a monitoração dos investimentos realizados, conforme foi discutido no item 3.3.3 deste trabalho.

Já a variável alavancagem operacional apresentou um impacto redutor no custo de capital próprio; isto porque possui um coeficiente de sinal negativo na regressão e, sendo assim, quanto mais alavancada operacionalmente for a empresa, menor será a taxa de retorno requerida pelo acionista. Tal fato pode ser explicado pelo melhor desempenho e pelas características das empresas mais representativas da Bovespa concentrarem-se em setores que possuem uma grande estrutura instalada para suas operações, apresentando, assim, maiores custos fixos e, conseqüentemente, uma maior alavancagem operacional. Isto pode ser verificado pelas variáveis que representam os setores da economia no modelo. Verifica-se que têm um menor custo de capital próprio as empresas do setor de papel e celulose, as montadoras e as empresas químicas, que necessitam de uma grande infra-estrutura, ou seja, de altos custos fixos de produção, corroborando, portanto, para a explicação do comportamento da alavancagem operacional no custo de capital próprio das empresas.

Com relação aos resíduos, o modelo de regressão não apresentou indícios de multicolinearidade. De acordo com as informações anteriormente disponibilizadas, nota-se que todas as variáveis presentes na equação possuem níveis de tolerância variando entre 0,4402 e 0,9752. Quando se analisa o VIF, verifica-se que todas as variáveis estão entre 1,0254 e 2,2716. De acordo com Pestana e Gageiro (2000), quando o VIF das variáveis apresenta um valor abaixo de 10, considera-se que não há colinearidade entre as variáveis e, sendo assim, foi satisfeita a condição do modelo.

Para verificar a variância constante ou homocedasticidade dos resíduos, utilizou-se do gráfico *scatterplot* e verificou-se que os resíduos mantiveram uma amplitude aproximadamente constante em relação ao eixo horizontal zero, não mostrando tendências crescentes ou decrescentes e, sendo assim, não se rejeitou a hipótese da homocedasticidade.

A verificação da independência é usualmente feita por meio do teste de Durbin-Watson, que se refere à análise da correlação entre os resíduos sucessivos, e o valor do teste é de 2,091, o que confirma a adequação do modelo. Além disso, notou-se que os resíduos tiveram uma distribuição normal e sendo assim os resíduos da regressão satisfizeram as condições para a utilização da regressão múltipla.

Com relação à regressão múltipla em que se utilizam como variável explicativa de governança corporativa as variáveis *dummies* que representam os níveis diferenciados de governança corporativa 1 e 2 (NGC1 e NGC2, respectivamente) e o Novo Mercado (NGCNM) em separado, verificou-se que estas variáveis não são explicativas para o custo de capital próprio, representado pelo beta da empresa, apesar do modelo apresentar um R^2 de 0,26. As variáveis que fizeram parte do modelo seguem na equação abaixo:

$$\text{Beta da Empresa} = 0,760 - 0,588 * \text{Veículos} - 0,433 * \text{Química} + 0,080 * \text{GAF} - 0,077 * \text{GAO} - 0,535 * \text{Papel e Celulose} - 0,762 * \text{Agro e Pesca}$$

Isto pode ser decorrência da baixa amostra em cada um dos níveis de governança corporativa da Bovespa ou porque as empresas que adotam governança corporativa não apresentam um comportamento que impacte o custo de capital próprio, quando as empresas são classificadas de acordo com os níveis de adesão à governança corporativa. Sendo assim, nenhuma análise adicional será realizada com relação a este modelo.

5.2. Resultados utilizando o modelo de três fatores como custo de capital próprio

Nas tabelas abaixo se encontram as estimativas dos parâmetros do modelo de regressão linear múltipla e os coeficientes da equação gerada considerando como variável dependente o custo de capital próprio medido pelo modelo de três fatores:

Tabela 3 - Resumo do modelo de regressão - utilizando o modelo de três fatores

	R	R ²	R ² ajustado	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
Modelo	0,589	0,347	0,299	0,005	0,02853	4,150	1	95	0,044	1,806

Tabela 4 - Resumo dos coeficientes e das estatísticas de colinearidade – utilizando o modelo de três fatores

Modelo 7	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.	95% Intervalo de confiança para B		Estatísticas de Colinearidade	
	B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound	Tolerância	VIF
	(Constant)	0,019402	0,0007				27,1571	0,0000	0,0180
Energia Elétrica	-0,018999	0,0055	-0,2857	-3,4331	0,0009	-0,0300	-0,0080	0,9930	1,0071
Transporte Serv	0,005164	0,0026	0,1702	2,0201	0,0462	0,0001	0,0102	0,9689	1,0321
Papel e Celulose	-0,009181	0,0026	-0,3025	-3,5917	0,0005	-0,0143	-0,0041	0,9689	1,0321
Telecomunicações	-0,006364	0,0020	-0,2756	-3,2407	0,0016	-0,0103	-0,0025	0,9507	1,0518
Química	-0,005814	0,0018	-0,2754	-3,2261	0,0017	-0,0094	-0,0022	0,9436	1,0597
Eletroeletrônicos	-0,007395	0,0028	-0,2191	-2,6080	0,0106	-0,0130	-0,0018	0,9743	1,0263
Veículos e Peças	-0,004001	0,0020	-0,1732	-2,0371	0,0444	-0,0079	-0,0001	0,9507	1,0518

A equação possui um R^2 de 0,347, ou seja, 34,7% da variação do custo de capital próprio estão sendo explicados por algumas variáveis que representam os setores da economia, dentre elas os setores de energia elétrica, transportes, papel e celulose, telecomunicações, química, eletroeletrônicos e de veículos e peças. Apesar do R^2 ajustado ser baixo, de 0,299 ou 29,9%, ainda assim é superior ao obtido com o beta da empresa, as isso não é tão, conforme já discutido anteriormente.

As variáveis que representam a natureza cíclica da empresa, nem todos os setores da economia apresentaram impacto na determinação do custo de capital próprio das empresas. Comparando-se com os coeficientes da equação que se utilizou como variável dependente o beta da empresa, verifica-se que os setores que explicam o custo de capital próprio têm em comum os setores de papel e celulose, químico e de veículos e peças, com um impacto redutor na taxa de retorno exigida pelo acionista. Quando se utiliza o custo de capital próprio medido pelo modelo de três fatores, sendo eles, o de transportes, telecomunicações, eletroeletrônico e energia elétrica. Todas estas indústrias possuem um impacto redutor do custo de capital próprio, com exceção do setor de energia elétrica.

Com relação as empresas que adotam os níveis diferenciados de governança, as mesmas não apresentaram nenhum impacto redutor ou de aumento no valor do custo de capital próprio, o que indica a não influência deste fator na constituição do retorno exigido pelos acionistas. As demais variáveis que compõe o estudo também não foram explicativas para o custo de capital próprio medido pelo modelo de três fatores.

Com relação à aderência da equação aos pressupostos da regressão múltipla, verifica-se que não há colinearidade entre as variáveis, pois as mesmas possuem níveis de tolerância variando entre 0,9436 e 0,9930. Quando se analisa o VIF, verifica-se que todas as variáveis estão entre 1,0071 e 1,0597 e, sendo assim, este pressuposto foi satisfeito pela equação apresentada.

O teste de Durbin-Watson, que analisa a covariância nula, apresentou um valor de 1,806 que se aproxima de 2 e, deste modo, conclui-se não existir autocorrelação entre os resíduos.

Com relação à regressão múltipla, em que se utilizam como variável explicativa de governança corporativa as variáveis *dummies* que representam os níveis diferenciados de governança corporativa 1 e 2 (NGC1 e NGC2, respectivamente) e o Novo Mercado (NGCNM), em separado, verificou-se que estas variáveis também não são explicativas para o custo de capital próprio medido pelo modelo de três fatores. Neste caso as variáveis explicativas do modelo são as mesmas apresentadas anteriormente, bem como o R^2 ajustado e as demais estatísticas de aderência do modelo e, assim sendo, nenhum comentário adicional será realizado.

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo principal deste artigo foi verificar a existência de uma relação inversa e significativa entre o custo de capital próprio e a adoção de governança corporativa pelas empresas. Para tanto, foram utilizados dois diferentes métodos de cálculo para o custo de capital próprio com o intuito de minimizar possíveis vieses no valor obtido, visto que ainda não há um consenso de qual modelo é o mais eficaz para o seu cálculo.

Verifica-se que as variáveis explicativas do custo de capital próprio são diferentes de acordo com a metodologia de cálculo do custo de capital próprio adotada. Em nenhuma das regressões obtidas, as variáveis de governança corporativa tiveram um coeficiente negativo e significativo, o que representaria um menor do custo de capital próprio associado com as empresas que adotassem os níveis de governança corporativa. Nota-se que as empresas que

adotaram um nível diferenciado de governança corporativa apresentaram um custo de capital próprio medido pelo CAPM mais elevado, se comparado com aquelas que não o fizeram. Além disso, os níveis diferenciados de governança corporativa, quando analisados em separado, não foram significativos para explicar o custo de capital próprio.

Com relação ao custo de capital próprio medido pelo modelo de três fatores, a adoção de governança corporativa não teve nenhum impacto significativo, independentemente de serem consideradas em conjunto ou em separado pelos níveis diferenciados de governança corporativa.

De acordo com o que foi visto, a adoção de governança corporativa não impactou significativamente no custo de capital próprio ou se o fez acabou por aumentá-lo, o que não confirma os estudos realizados por Chen, Chen e Wei (2003), Ashbaugh, Collins e LaFond (2004), Garmaise e Lui (2005) e Chen (2005).

Com relação aos resultados obtidos, poderia haver algumas explicações para tal fato. A primeira é o de que o maior valor das empresas que adotam um nível diferenciado de governança corporativa, conforme os estudos de Silveira *et al* (2003), Carvalho da Silva (2004), Leal e Carvalho da Silva (2005), Carvalho da Silva e Leal (2005) e Silveira, Barros e Famá (2005a), não é em decorrência da redução do custo de capital próprio, mas estaria associado ao incremento dos fluxos de caixa futuros. Isto se daria porque, se o denominador representado pelo custo de capital não se altera ou ainda sofre uma elevação, o valor das empresas que adotam práticas de governança corporativa somente se elevaria caso houvesse um incremento nas expectativas dos resultados a serem obtidos.

Outra explicação possível, com relação a um maior custo de capital próprio, sendo este medido pelo beta da empresa, refere-se à adoção de governança corporativa por empresas que possuem um maior risco e pretendem reduzi-lo, adotando medidas de proteção ao acionista minoritário. Este comportamento guarda analogia com o de concessão de crédito, em que as empresas compensam parcialmente um maior risco de crédito oferecendo maiores garantias, mas terminam com um custo de crédito ainda maior.

Mais uma explicação possível é a de que as empresas que adotam níveis diferenciados de governança corporativa teriam uma valorização das ações acima do índice da Bovespa e a variação medida pelo beta não corresponderia ao risco associado da empresa, mas a um comportamento de maior valorização da ação, se comparado ao desempenho da carteira de mercado, em que o beta mediria o quanto a ação vale mais que o índice de mercado, conforme visto na análise de resultados deste estudo. Vale, no entanto, atentar que este fato é identificado quando se utiliza o CAPM para o cálculo do custo de capital próprio que, de acordo com Garrán (2006), é o modelo mais utilizado no Brasil, correspondendo a aproximadamente 60%.

Outra explicação possível para os resultados encontrados é a caracterização de um maior custo de capital próprio associado às empresas que adotaram práticas de governança corporativa e que abriram recentemente o capital. Tais empresas não possuem histórico de cotações na bolsa de valores e, sendo assim, possuem um maior risco associado. Em contraponto a isto, as empresas presentes há mais tempo no mercado acionário ainda não se adaptaram à nova tendência de proteção ao acionista na bolsa de valores, por meio dos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa, pois já estão consolidadas no mercado e, por conseguinte, não necessitariam aderir a tais práticas no curto prazo para obter liquidez e valorização no mercado de ações. Deste modo, poderia haver no mercado, neste momento, uma tentativa de redução de risco pelas empresas e a adesão de governança corporativa seria a causa e não a consequência da redução de custo de capital próprio das empresas.

Entretanto, quando se utiliza do modelo de três fatores para o cálculo do custo de capital próprio, em que um dos fatores é o beta da empresa, a relação entre governança e custo de capital próprio não é verificada, o que pode sugerir que a valorização percebida pelos

investidores poderia estar atrelada ao método do CAPM para o cálculo do custo de capital próprio da empresa.

Este estudo pode apresentar algumas limitações com relação aos dados utilizados e o cenário atual em que está inserido. No período do estudo, o Brasil encontrava-se em um período de desenvolvimento do mercado de ações e da governança corporativa. Mais empresas estavam abrindo o capital e começavam a negociar suas ações na bolsa de valores, o que supostamente representava um momento de transição, com desenvolvimento do mercado no país e reconhecimento da relevância da governança corporativa. Portanto, os resultados podem representar uma valorização superior momentânea das ações com nível diferenciado de governança corporativa e não um risco ou um custo de capital superior. Essa valorização, portanto retorno, momentaneamente superior pode, ainda, mascarar um risco e um custo de capital efetivamente menores que o das demais ações.

Adicionado a isso, vale ressaltar que a adoção de governança corporativa não é pontual. Ela acontece no decorrer do tempo, com o desenvolvimento da transparência, da proteção ao acionista e da melhoria da gestão por intermédio de mecanismos que protejam os investidores, sendo o seu reconhecimento pelo mercado gradual e constante. A adesão dos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa pelas empresas é um marco de identificação; no entanto, vale lembrar que o mercado pode reconhecer as empresas que já possuem práticas de governança corporativa, mas que ainda não se adaptaram às regras da bolsa de valores de São Paulo. Em decorrência, as empresas nesta situação já apresentariam um custo de capital próprio menor sem necessariamente terem aderido às práticas de governança corporativa proposta pela Bovespa.

7. BIBLIOGRAFIA

- ASHBAUGH, Hollis, COLLINS; Daniel W.; LAFOND, Ryan. Corporate Governance and the Cost of Equity Capital. December, 2004. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=639681>
- CARVALHAL DA SILVA, André Luiz. **Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras**. Revista de Administração – RAUSP. Vol.39, n4, out-dez 2004
- CARVALHAL DA SILVA, André Luiz; LEAL, Ricardo Pereira Câmara. Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**. Vol. 1, N.1, 2005
- CHEN, Kevin C.W., CHEN, Zhihong; WEI, K.C. John, "Disclosure, Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital: Evidence from Asia's Emerging Markets". June 2003. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=422000> or DOI: 10.2139/ssrn.422000
- DAMODARAN, Aswath. **Corporate Finance: Theory and Practice**. Ed Wiley, 1997
- FAMA, Eugene.; FRENCH, Kenneth. The Cross-Section of Expected Stock Returns. **The Journal of Finance**, Cambridge; Jun 1992; Vol. 47, Iss. 2; pg. 427, 39 pgs.
- FAMA, Eugene; FRENCH, Kenneth. Common Risk Factors in the Returns on Stock and Bonds. **Journal of Financial Economics**. Vol. 33, N.1, 1993
- FAMA, Eugene; FRENCH, Kenneth. The CAPM is Wanted, Dead or Alive. **The Journal of Finance**. Vol. 51, N.5, Dec, 1996
- FAMÁ, Rubens; BARROS, Lucas A.; SILVEIRA, Héber P. Conceito de Taxa Livre de Risco e sua Aplicação no Capital Asset Pricing Model - Um Estudo Exploratório Para o Mercado Brasileiro. 2º Encontro Brasileiro de Finanças, 2002
- GARRÁN, Felipe T. **Metodologias em uso no Brasil para determinação do custo de capital próprio para avaliação de ativos por fluxo de caixa descontado**. São Paulo, 2006.

- Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração. Departamento de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo
INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC. Uma década de governança corporativa: História do IBGC, marcos e lições da experiência. São Paulo: Saint Paul Editora, 2006
- LEAL, Ricardo P. C., CARVALHAL DA SILVA, André L. **Corporate Governance, Transparency, and Firm Value in Brazil.** Encontro Brasileiro de Finanças, 2005
- LEAL, Ricardo P. C., CARVALHAL DA SILVA. Corporate Governance and Value in Brazil (and in Chile). Inter-American Development Bank, Banco Interamericano de Desarrollo. Latin American Research Network, Red de Centros de Investigación. Research Network Working paper #R-514, october, 2005b
- MALAGA, Fabio K.; SECURATO, José R. Aplicação do Modelo de Três Fatores de Fama e French no Mercado Acionário Brasileiro – Um Estudo Empírico do Período 1995-2003. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO - ENANPAD, 2004
- PENTEADO, Marco Antonio de Barros; FAMÁ, Rubens. Será que o beta que temos é o beta que queremos? **Caderno de Pesquisas em Administração.** São Paulo, v.09, n.3, jul-set, 2002
- PEREZ, Marcelo. A Importância Estratégica dos Ativos Intangíveis na Geração de Valor ao Acionista. Dissertação (Mestrado em Contábeis). Pontifícia Universidade Católica – PUC, São Paulo, 2004
- PEROBELLI, Fernanda Finotti Cordeiro; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli; BARROS, Lucas Ayres Barreira de Campos; Rocha, Flávio Dias. **Investigação dos Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e da Governança Corporativa: um Enfoque Abordando a Questão da Endogeneidade.** ENANPAD, 2005
- SILVEIRA, Alexandre M., BARROS, Lucas A., FAMÁ, Rubens. **Estrutura de governança e valor nas companhias abertas brasileiras - um estudo empírico.** RAE /GV. v. 43, n.3, julho/agosto/setembro, p. 50-64, 2003
- SILVEIRA, Alexandre M., BARROS, Lucas A., FAMÁ, Rubens. **Determinantes do Nível de Governança Corporativa das Companhias Abertas Brasileiras.** Encontro Brasileiro de Finanças, 2004
- SILVEIRA, Alexandre M., BARROS, Lucas A., FAMÁ, Rubens. Atributos Corporativos, Qualidade da Governança Corporativa e Valor das Companhias Abertas no Brasil. V Encontro Brasileiro de Finanças, São Paulo, 18 e 19 de julho, 2005a (CD-ROM). Disponível em <<http://www.sbfin.org.br/>>.
- SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. **Governança Corporativa: Desempenho e valor da empresa no Brasil.** São Paulo: Saint Paul Editora, 2005b
- SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: Determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil.** São Paulo: Saint Paul Editora, 2006a.