

**FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO**

**FECAP**

**MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO**

**MARCELO BUENO DE MORAIS**

**PRÁTICA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA E CUSTO DE  
CAPITAL IMPLÍCITO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE  
CAPITAL ABERTO**

**São Paulo**

**2014**

**MARCELO BUENO DE MORAIS**

**PRÁTICA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA E CUSTO DE  
CAPITAL IMPLÍCITO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE  
CAPITAL ABERTO**

Dissertação apresentada à Fundação Escola de  
Comércio Álvares Penteado - FECAP, como requisito  
para a obtenção do título de Mestre em Administração.

**Orientador: Prof. Dr. Eduardo Augusto do Rosário  
Contani**

**Co-orientador: Prof. Dr. Daniel Reed Bergmann**

São Paulo

2014

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO – FECAP

Reitor: Prof. Edison Simoni da Silva

Pró-reitor de Graduação: Prof. Taiguara de Freitas Langrafe

Pró-reitor de Pós-graduação: Prof. Edison Simoni da Silva

Diretor da Pós-Graduação Lato Sensu: Prof. Alexandre Garcia

Coordenador de Mestrado em Ciências Contábeis: Prof. Dr. Cláudio Parisi

Coordenador do Mestrado Profissional em Administração: Prof. Dr. Heber Pessoa da Silveira

**FICHA CATALOGRÁFICA**

M827p	Morais, Marcelo Bueno de Prática de governança corporativa e custo de capital implícito das empresas brasileiras de capital aberto. / Marcelo Bueno de Moraes. -- São Paulo, 2014. 127 f. Orientador: Prof. Dr. Eduardo Augusto do rosário Contani. Co-orientador: Prof. Dr. Daniel Reed Bergman Dissertação (mestrado) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP - Mestrado Profissional em Administração com Ênfase em Finanças. 1. Governança corporativa. 2. Empresas brasileiras. 3. Sociedades por ações – Brasil. 4. Risco (Economia). 5. Ações (Finanças). <b>CDD 658.046</b>
-------	---

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO – FECAP

Reitor: Prof. Dr. Edison Simoni da Silva

Pró-reitor de Graduação: Prof. Dr. Ary Jose Rocco Junior

Pró-reitor de Pós-Graduação: Prof. Dr. Edison Simoni da Silva

Coordenador de Mestrado em Administração: Prof. Dr. Héber Pessoa da Silveira

### FICHA CATALOGRÁFICA

B228u	<p>Morais, Marcelo Bueno de</p> <p>Prática da governança corporativa e custo de capital implícito das empresas brasileiras de capital aberto / Marcelo Bueno de Moraes. - - São Paulo, 2014.</p> <p>130 f.</p> <p>Orientador: Prof. Dr. Eduardo Augusto do Rosário Contani.</p> <p>Dissertação (Mestrado) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP - Mestrado Administração (ênfase em Finanças).</p> <p>1. Governança Corporativa 2. Custo de Capital.</p> <p style="text-align: right;"><b>CDD 657.863</b></p>
-------	--

**MARCELO BUENO DE MORAIS**

**PRÁTICA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA E CUSTO DE CAPITAL  
IMPLÍCITO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO**

Dissertação apresentada à Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração.

**BANCA EXAMINADORA**

---

**Prof. Dra. Fabiana Lopes da Silva**

**Pontifícia Universidade Católica PUC – SP**

---

**Prof. Dr. Daniel Reed Bergmann**

**Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP**

---

**Prof. Dr. Eduardo Augusto do Rosário Contani**

**Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP**

**Professor Orientador – Presidente da Banca Examinadora**

**São Paulo, 04 de Novembro de 2014.**

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço a Deus por me conceder todo o necessário para iniciar, desenvolver e concretizar esse sonho.

Agradeço a Ligia, esposa fiel e dedicada, sempre presente em minha vida e pronta a me apoiar em toda e qualquer situação.

Agradeço ao Lucas e Henrique, filhos amados, pelo carinho demonstrado em todas as situações.

Agradeço ao Ivo e Rodrigo, diretores da CECRED, pelo apoio incondicional.

Agradeço aos profissionais da CECRED, especialmente a equipe de Produtos e Negócios, que respondeu às demandas da área durante minhas viagens à São Paulo para a conclusão das disciplinas.

Agradeço ao meu orientador, Prof. Dr. Eduardo Contani, e co-orientador, Prof. Dr. Daniel Bergmann, pela disposição e competência na orientação deste trabalho.

Agradeço a Prof. Dra. Fabiana pelas importantes contribuições ao trabalho.

Agradeço aos amigos Marcello Marchiano e Marcelo Esteves pelos bons momentos de estudo, amizade e apoio durante todo o curso.

Agradeço aos colegas da FECAP, professores, equipe da biblioteca e demais funcionários.

## RESUMO

Esta dissertação investiga a relação entre a prática da governança corporativa e o custo de capital implícito das empresas brasileiras de capital aberto, buscando verificar se as empresas do Novo Mercado da BM&FBovespa possuem menor custo de capital implícito em relação as empresas do Mercado Tradicional. A amostra utilizada contempla as 228 maiores empresas não financeiras de capital aberto do Brasil, sendo 114 do Novo Mercado e 114 do Mercado Tradicional. O período de análise compreende os anos 2000 a 2013. Como *proxy* de governança corporativa foi utilizada a participação da empresa no Novo Mercado e para o cálculo do custo de capital implícito foi utilizado o método de Easton. Os resultados mostram que nos últimos 10 anos existem fortes indícios apontando para custos de capital menores para maiores níveis de governança corporativa.

**Palavras-chave:** Governança Corporativa. Divulgação de Informações. Custo de Capital.

## ABSTRACT

This dissertation considers the relationship between the practice of corporate governance and the implied cost of capital by the Brazilian's publicly held companies seeking companies in the Novo Mercado da BM&FBovespa has lower implied cost of capital over the business of Traditional Market. The sample was used in this research includes the 228 largest non-financial publicly held companies in Brazil, in which 114 include Novo Mercado and 114, Traditional Market. The period considers from 2000 to 2013. As a proxy for corporate governance was used companies included in Novo Mercado segment. The Easton estimation method was used to calculate the implied cost of capital. The results show strong evidence of lower cost of capital for higher levels of corporate governance during the last ten years.

**Key-words:** Corporate Governance. Disclosure. Cost of Capital



## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADR - *American Depositary Receipts*

AEG - *Abnormal Earnings Growth*

APM - *Arbitrage Pricing Model*

BDI - Boletim Diário de Informações

BM&FBOVESPA - Bolsa de Valores de São Paulo

CAF - Comitê de Aquisições e Fusões

CALPERS - *California Public Employees Retirement System*

CAPES - Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior

C-Bond - Título da Dívida Externa Brasileira

CFO - *Chief Financial Officer*

CAPM - *Capital Asset Pricing Model*

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

EPS - *Earning per Share*

IAS - *International Accounting Standards*

IASB - *International Accounting Standards Board*

IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

ICC - *Implied Cost of Capital*

IFRS - *International Financial Reporting Standards*

IPO - *Initial Public Offering*

LAI - Lei de Acesso à Informação

NYSE - *New York Stock Exchange*

PRM - Prêmio de Risco de Mercado

OECD - *Organization for Economic Cooperation and Development*

RIV - *Residual Income Value*

ROE - *Return On Equity*

SEC - *Securities and Exchange Commission*

S&P 500 - *Standard & Poors 500*

SOX - *Sarbanes-Oxley Act*

TIR - Taxa Interna de Retorno

VPL - Valor Presente Líquido

WACC - *Weighted Average Cost of Capital*

## LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 -	Tipos de Conflitos de Agência .....	32
FIGURA 2 -	Relação entre nível de governança e grau de exigência .....	46
FIGURA 3 -	Estimativa do Custo de Capital Implícito .....	76
FIGURA 4 -	Resultado do teste de Mann-Whitney ou soma de Postos de Wilcoxon .....	96

## LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 -	Trabalhos sobre governança corporativa por ano de publicação .....	20
GRÁFICO 2 -	Distribuição das empresas listadas na BM&FBovespa de acordo com o segmento de governança corporativa .....	49
GRÁFICO 3 -	Principais modelos para cálculo do custo de capital .....	70
GRÁFICO 4 -	Evolução da Taxa Selic e do custo de capital implícito das empresas no Novo Mercado e Mercado Tradicional .....	91
GRÁFICO 5 -	Exemplo da aplicação do teste de normalidade de <i>Kolmogorov-Smirnov</i> .....	93
GRÁFICO 6 -	Evolução do custo de capital implícito das empresas do Novo Mercado e Mercado Tradicional .....	98

## LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 -	Os quatro grandes marcos da governança corporativa no mundo .....	23
QUADRO 2 -	Modelos de governança corporativa no Brasil .....	25
QUADRO 3 -	Pesquisas sobre governança corporativa .....	26
QUADRO 4 -	Mecanismos para redução dos custos de agência .....	34
QUADRO 5 -	Fatores motivadores da divulgação de informações .....	43
QUADRO 6 -	Comparativo dos segmentos de listagem da BM&FBovespa .....	47
QUADRO 7 -	Pesquisas sobre governança corporativa e custo de capital .....	50
QUADRO 8 -	Vantagens e desvantagens dos métodos de estimação de custo de capital próprio .....	67
QUADRO 9 -	Pesquisas sobre custo de capital .....	78
QUADRO 10 -	Variáveis de estudo .....	80
QUADRO 11 -	Processo de seleção da amostra de pesquisa .....	82
QUADRO 12 -	Histórico da governança corporativa no mundo .....	115
QUADRO 13 -	Histórico da governança corporativa no brasil .....	117
QUADRO 14 -	Pesquisas sobre custo de capital .....	120
QUADRO 15 -	Relação de empresas utilizadas na pesquisa .....	124

## LISTA DE TABELAS

TABELA 1 -	Estatística descritiva do custo de capital implícito das empresas do Novo Mercado – anos 2000 a 2006 .....	88
TABELA 2 -	Estatística descritiva do custo de capital implícito das empresas do Novo Mercado – anos 2007 a 2013 .....	88
TABELA 3 -	Estatística descritiva do custo de capital implícito das empresas do Mercado Tradicional – anos 2000 a 2006 .....	89
TABELA 4 -	Estatística descritiva do custo de capital implícito das empresas do Mercado Tradicional – anos 2007 a 2013 .....	90
TABELA 5 -	Coefficiente de variação das empresas do Novo Mercado e Mercado Tradicional .....	92
TABELA 6 -	Resultados do teste de Mann-Whitney ou soma de postos de Wilcoxon .....	96

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>13</b>
1.1 OBJETIVO DA PESQUISA.....	15
1.2 JUSTIFICATIVA DA PESQUISA.....	16
1.3 CONTRIBUIÇÕES E DELIMITAÇÃO DO ESTUDO.....	16
1.4 ESTRUTURA DO TRABALHO.....	18
<b>2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....</b>	<b>19</b>
2.1 DEFINIÇÕES DE GOVERNANÇA CORPORATIVA .....	20
2.2 A GOVERNANÇA CORPORATIVA NO MUNDO E NO BRASIL.....	22
2.2.1 PESQUISAS SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA .....	25
2.3 TEORIA DA AGÊNCIA .....	29
2.3.1 ASPECTOS INTRODUTÓRIOS.....	29
2.3.2 MECANISMOS PARA REDUÇÃO DOS CUSTOS DE AGÊNCIA .....	32
2.3.3 O CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO.....	35
2.3.4 PROTEÇÃO AOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS.....	37
2.4 TEORIA DA DIVULGAÇÃO.....	38
2.4.1 ASPECTOS INTRODUTÓRIOS.....	38
2.4.2 FATORES MOTIVADORES DA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES .....	40
2.5 OS SEGMENTOS DE LISTAGEM DA BM&FBOVESPA.....	43
2.6 GOVERNANÇA CORPORATIVA E CUSTO DE CAPITAL.....	50
2.7 CUSTO DE CAPITAL .....	52
2.7.1 ASPECTOS INTRODUTÓRIOS.....	52
2.7.2 MODELO DE GORDON.....	55
2.7.3 CAPITAL ASSET PRICING MODEL – CAPM .....	57
2.7.4 ARBITRAGE PRICING MODEL – APM .....	60
2.7.5 MODELO DE TRÊS FATORES DE FAMA E FRENCH .....	62
2.7.6 MODELO DE OHLSON-JUETTNER – OJ .....	64
2.7.7 VANTAGENS, DESVANTAGENS E UTILIZAÇÃO DOS MODELOS DE ESTIMAÇÃO DE CUSTO DE CAPITAL.....	66
2.7.8 CUSTO DE CAPITAL IMPLÍCITO .....	71

2.7.9 MÉTODO DE GEBHARDT, LEE E SWAMINATHAN.....	73
2.7.10 MÉTODO DE EASTON.....	77
2.7.11 PESQUISAS SOBRE CUSTO DE CAPITAL.....	78
<b>3 METODOLOGIA.....</b>	<b>80</b>
3.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA.....	80
3.2 POPULAÇÃO, AMOSTRAGEM E COLETA DE DADOS.....	81
3.3 OPERACIONALIZAÇÃO DAS VARIÁVEIS E MÉTODO DE ANÁLISE.....	82
3.3.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	83
3.3.2 CUSTO DE CAPITAL IMPLÍCITO.....	83
3.3.3 VARIÁVEIS DE CONTROLE.....	84
3.3.4 MÉTODOS PARA ANÁLISE DOS DADOS.....	85
3.4 LIMITAÇÕES DA PESQUISA.....	86
<b>4 ANÁLISE DOS RESULTADOS.....</b>	<b>87</b>
4.1 PROCEDIMENTOS ADOTADOS PARA O CÁLCULO DO CUSTO DE CAPITAL IMPLÍCITO.....	87
4.2 PROCEDIMENTOS ADOTADOS PARA A DEFINIÇÃO DO MÉTODO ESTATÍSTICO DE ANÁLISE DOS DADOS.....	93
<b>5 CONCLUSÃO.....</b>	<b>99</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>101</b>
<b>APÊNDICE A – HISTÓRICO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO MUNDO.....</b>	<b>115</b>
<b>APÊNDICE B – HISTÓRICO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL.....</b>	<b>117</b>
<b>APÊNDICE C – PESQUISAS SOBRE CUSTO DE CAPITAL.....</b>	<b>120</b>
<b>APÊNDICE D – RELAÇÃO DE EMPRESAS UTILIZADAS NA PESQUISA.....</b>	<b>124</b>

## 1 INTRODUÇÃO

A importância da governança corporativa não é mais uma questão em discussão no meio empresarial ou acadêmico, mas sim um tópico que precisa ser compreendido em seu contexto mais amplo e relacionado com outras diversas variáveis que compõe o grande tema da gestão empresarial.

Há inúmeros estudos nacionais e internacionais que enfatizam a relevância da governança corporativa como um dos grandes temas a serem estudados e aplicados no universo empresarial (CLAESSENS; YURTOGLU, 2013; FARINHA, 2003; GUERRA, 2009; MALACRIDA; YAMAMOTO, 2006; SHLEIFER; VISHNY, 1997; SILVEIRA, 2002).

Com o propósito de contribuir para o aprofundamento do entendimento de um tema tão relevante, procura-se estudar a relação da prática da governança corporativa com o custo de capital implícito ou *ex ante*, parâmetro extremamente importante para a gestão financeira, pois normalmente é utilizado na medição do nível de risco da empresa, para cálculo de retornos esperados, avaliação de projetos de investimentos, orçamento de capital e avaliação de desempenho, entre outras aplicações (ASSAF NETO; LIMA; ARAÚJO, 2008; HOU; VAN DIJK; ZHANG, 2012; PRATT; GRABOWSKI, 2008; WESTON; BRIGHAM, 2000).

A relação esperada entre a prática da governança corporativa e o custo de capital implícito é inversamente proporcional, ou seja, quanto melhores forem as práticas de governança de uma empresa e a consequente percepção dessas práticas pelos investidores, menor deverá ser o seu custo de capital, pois faz parte do senso comum que investidores inteligentes buscarão empresas mais transparentes e confiáveis para investir seus recursos, em outras palavras, boas práticas de governança corporativa contribuirão tanto para o benefício das empresas que as praticam quanto para aqueles que nelas investem.

Farinha (2003) elenca algumas razões que justificam o interesse crescente no estudo da governança corporativa: questionamentos sobre a eficiência dos mecanismos de governança vigentes, relatórios sobre escândalos de alto perfil financeiro e falências de empresas, alegações da mídia sobre a remuneração excessiva de executivos, adoção de dispositivos *anti-takeover* (processo de mudança do controle societário de uma empresa através de compra da maioria ou da totalidade de suas ações) por parte de gestores de empresas públicas, série de fraudes contábeis de alta visibilidade alegadamente realizadas por gestores, aumento da legislação *anti-takeover* (especialmente nos EUA), que tem limitado o



potencial de aquisições pelos gestores de empresas, debates sobre as estruturas de governança corporativa, especialmente entre os EUA, Alemanha e Japão e uma série de iniciativas tomadas pelo mercado acionário e outras autoridades com recomendações e exigências de divulgação de informações sobre questões de governança corporativa.

Por outro lado, Garbrecht, Espejo e Soares (2014, p.87) analisam a produção científica internacional sobre custo de capital na área de Contabilidade no período de 1981 a 2012 e constataam que “a produção científica na área está sendo retomada, com estudos que buscam relacionar o custo de capital e seu comportamento com outras variáveis, como *disclosure*, impostos e incentivos, harmonização das normas contábeis e gerenciamento de resultado, entre outros”.

O presente trabalho concentra sua ênfase na área de Finanças e procura estudar qual é a influência do nível de governança corporativa no custo de capital implícito das empresas brasileiras de capital aberto.

Adicionalmente, pretende-se com a presente pesquisa contribuir com o aprofundamento do entendimento das formas em que o fortalecimento da governança corporativa pode gerar valor para a sociedade, para as empresas de forma geral, para os potenciais investidores de empresas de capital aberto, e, finalmente, para o próprio mercado de ações.

Um maior nível de governança corporativa envolve maior clareza na administração da empresa, o que se revela em informações mais claras e precisas, em um modelo de gestão mais profissional, em melhores mecanismos de proteção aos investidores e em outros diferenciais. Esse fato deveria naturalmente ter como consequência um menor custo de captação de recursos para as empresas com maior nível de governança percebido.

Dessa forma, consideramos o seguinte problema de pesquisa com sua respectiva hipótese:

**Problema de pesquisa:**

Qual é a influência do nível de governança corporativa no custo de capital implícito das empresas?

**Hipótese de Pesquisa:**

A hipótese assumida na pesquisa é que empresas que adotam melhores práticas de governança corporativa possuem menor custo de capital implícito em relação àquelas que não as adotam.

**1.1 OBJETIVO DA PESQUISA**

Este trabalho tem como objetivo verificar se as empresas do Novo Mercado da BM&FBovespa possuem custo de capital implícito menor em comparação as empresas de capital aberto do Mercado Tradicional no período de 2000 a 2013, e então constatar o quanto as práticas de governança corporativa podem ser percebidas pelo mercado brasileiro através da redução do custo de capital implícito das empresas que as praticam e dessa forma contribuir para o fortalecimento da gestão empresarial no Brasil e, conseqüentemente, para o mercado de capitais, que se mostra como um importante instrumento para o crescimento e desenvolvimento econômico do país.

Assume-se como premissa que uma das formas de se demonstrar o reconhecimento das boas práticas de governança corporativa impacta diretamente no custo de capital implícito das empresas.

**Objetivos específicos:**

Como objetivos específicos pretende-se:

- a) analisar os elementos mais importantes da Teoria de Agência e Teoria da Divulgação como fundamentos da governança corporativa;
- b) calcular o custo de capital implícito das empresas;
- c) verificar a importância do custo de capital implícito em comparação aos modelos tradicionais de estimação, como o CAPM, APM e Três Fatores de Fama e French;
- d) avaliar a relação entre o nível de governança corporativa e o custo de capital implícito.

Por se tratar de um modelo que requer um número menor de informações (ALENCAR, 2007) utiliza-se na pesquisa o Método de Easton (2004) para a determinação do custo de capital implícito e o Novo Mercado da BM&FBovespa, como indicador de governança corporativa.

A amostra utilizada na pesquisa contempla as 228 maiores empresas brasileiras não financeiras de capital aberto do Novo Mercado e Mercado Tradicional durante o período de 2000 a 2013 e faz uso de um teste de hipótese para avaliar a relação entre o nível de governança corporativa e o custo de capital implícito dessas empresas.

## 1.2 JUSTIFICATIVA DA PESQUISA

O presente trabalho justifica-se pela crescente relevância que a governança corporativa vem recebendo no meio acadêmico e empresarial nos últimos anos (CLAESSENS; YURTOGLU, 2013), deixando de ser um elemento acessório para se consolidar como um dos principais fundamentos da administração empresarial. Diante disso, com a presente pesquisa pretende-se contribuir nos seguintes aspectos. Com relação à governança corporativa:

- a) **academia**: contribuir para o entendimento das formas em que o fortalecimento da governança corporativa gera valor para a sociedade e com a discussão sobre os diversos métodos de estimação de custo de capital próprio existentes, suas características e aplicabilidade no Brasil;
- b) **empresas**: corroborar estudos acadêmicos que demonstram que boas práticas de governança corporativa contribuem para o desempenho e fortalecimento das empresas;
- c) **investidores**: enfatizar que melhor governança corporativa diminui o problema da assimetria da informação, melhora a condição dos investidores avaliarem a gestão da empresa e o valor de suas ações, reflete-se em melhores sistemas de gestão para os administradores e melhores mecanismos de proteção para os acionistas;
- d) **mercado**: proporcionar formas de elevar o entendimento do mercado sobre os benefícios da boa governança corporativa, pois na medida em que a compreensão do mercado acionário se elevar e a confiança dos investidores nas instituições aumentar, maiores serão suas possibilidades de desenvolvimento e contribuição para o crescimento do país.

## 1.3 CONTRIBUIÇÕES E DELIMITAÇÃO DO ESTUDO

Grande parte das pesquisas que associam o tema de governança corporativa com a área de Finanças o fazem por meio de análises de desempenho, liquidez e comportamento das

ações, entre outros, e abordam isoladamente determinados aspectos ligados a governança, tais como, nível de divulgação ou *disclosure*, composição e características do conselho de administração, nível de proteção a acionistas minoritários, etc. Exemplos de trabalhos internacionais com essas características são Berger e Bonaccorsi di Patti (2006), Black (2001), Brown e Caylor (2004), Choi, Lee e Park (2007), Chung, Elder e Kim (2010), Gompers, Ichii e Metrick (2003).

Exemplos de trabalhos nacionais na mesma linha de pesquisa são Aguiar, Corrar e Batistella (2004), Bruni e Fama (2000), Caixe e Krauter (2008), Costa e Camargos (2006), Malacrida e Yamamoto (2006), Melo et al. (2013), Mendonça Neto e Riccio (2008), Minardi, Sanvicente e Monteiro (2005), Patah (2012), Rosson (2013), Silva (2009), Silveira (2002), Vieira e Milach (2008).

Diante disso, o presente trabalho diferencia-se em dois aspectos: 1) contempla a governança corporativa das empresas por meio de uma medida única e conhecida pelo mercado: a participação da empresa no Novo Mercado da BM&FBovespa, 2) conceitua o custo de capital implícito em contraste com os modelos de estimação *ex post*, seguindo a tendência da maioria dos estudos mais recentes sobre o tema.

Exemplos de trabalhos internacionais que relacionam aspectos da governança corporativa com a estrutura ou o custo de capital das empresas são Ashbaugh, Collins e Lafond (2004), Botosan (1997), Botosan e Plumlee (2001), Chen, Chen e Wei (2003), Garmaise e Liu (2005), Lambert, Leuz e Verrecchia (2007) e Morellec, Nikolov e Schurhoff (2012).

Exemplos de trabalhos nacionais na mesma linha de pesquisa são Alencar (2007), Donato (2011), Lima (2007), Mazer (2007), Nakamura et al. (2006), Rogers, Securato e Ribeiro (2008), Salmasi e Martelanc (2009) e Silveira, Perobelli e Barros (2008).

Quanto às limitações da pesquisa considera-se primeiramente a medida de governança corporativa adotada, que, se por um lado, constitui-se em um de seus pontos fortes pela objetividade, por outro, pode não ser suficiente para definir o nível de governança praticado por uma empresa. A segunda limitação está relacionada a amostra utilizada na pesquisa, que não contempla instituições financeiras de capital aberto, empresas de capital fechado e outras instituições como cooperativas e organizações sem fins lucrativos. A terceira limitação também diz respeito a escolha da amostra, que, por ser não probabilística, não pode ter seus resultados generalizados para toda população, ou seja, todas as empresas de capital aberto que

operam na BM&FBovespa. A quarta e quinta limitações estão relacionadas com o método de estimação e previsões de lucro para o cálculo do custo de capital implícito.

#### 1.4 ESTRUTURA DO TRABALHO

O presente trabalho encontra-se estruturado da seguinte forma:

O primeiro capítulo introduz a questão de pesquisa e seus objetivos, o segundo capítulo apresenta o referencial teórico que dá suporte a pesquisa, o terceiro capítulo descreve os procedimentos metodológicos utilizados na pesquisa e suas limitações, o quarto capítulo analisa e discute os resultados obtidos e o quinto e último capítulo apresenta as conclusões do estudo e as sugestões para seu desenvolvimento e continuidade.

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Como mencionado na Introdução, a importância do tema “governança corporativa” não é mais uma questão em debate, mas sim algo de relevância vital para todos os administradores de empresas. Ela é tão importante que José Guimarães Monforte, no prefácio da 6ª edição da obra *Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências*, a coloca como o quarto estágio na evolução das organizações: empreendedorismo no século XIX, expansionismo e fragmentação no século XX e governança corporativa, final do século XX e desenvolvimento no século XXI (ANDRADE; ROSSETTI, 2012).

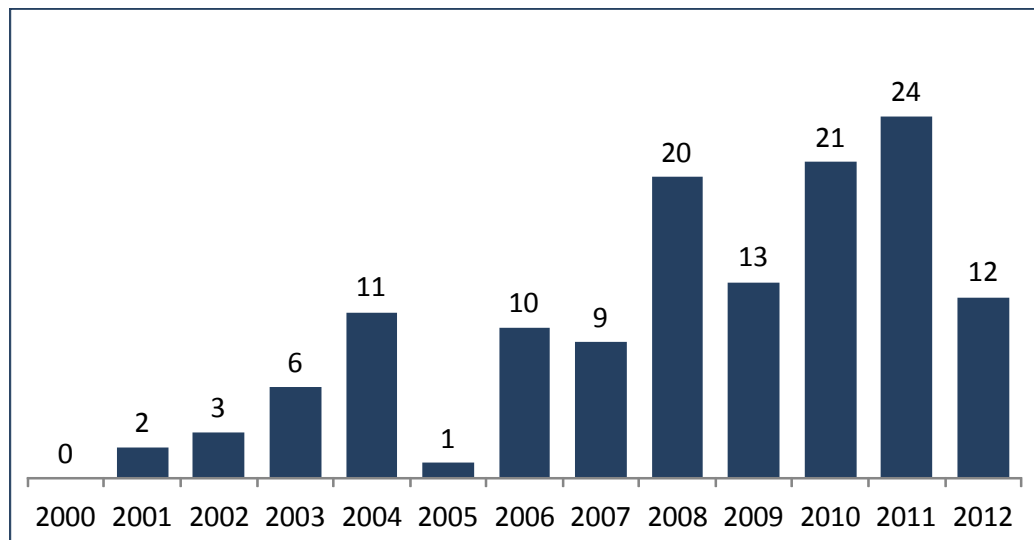
Para obter uma medida da relevância crescente do estudo da governança corporativa no Brasil, realizou-se uma breve pesquisa através da internet entre as universidades que obtiveram nota 6 ou 7 na avaliação da CAPES (Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior) relativa ao período de 2007 a 2009 dos programas de Mestrado Acadêmico, Mestrado Profissional e Doutorado na área de Administração, utilizando como critérios de seleção a palavra “governança” no título dos trabalhos (o que reflete o tema como uma das partes principais do trabalho ou mesmo o seu tema principal) e o período de 2000 a 2012. A pesquisa teve como resposta 132 trabalhos e revelou a preocupação da academia em relacionar o tema de “governança” com as mais diversas áreas de estudo.

Pelo critério de avaliação da CAPES, as universidades pesquisadas foram: Universidade de São Paulo, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Universidade Federal de Minas Gerais e Fundação Getúlio Vargas - SP. A pesquisa foi realizada nas bibliotecas de teses e dissertações disponibilizadas no endereço eletrônico de cada instituição e no Portal Domínio Público. No caso específico da FGV, a pesquisa abrangeu as demais unidades da instituição, além de São Paulo.

Na quantidade de publicações por ano, percebe-se claramente como o estudo da governança vem ganhando importância na academia. No ano 2000 não foi encontrada nenhuma publicação, porém, no ano 2011, ano de maior produção, foram encontrados 24 trabalhos.

O gráfico 1 informa a quantidade de trabalhos encontrados por ano de publicação.

**GRÁFICO 1 - TRABALHOS SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA POR ANO DE PUBLICAÇÃO**



Fonte: Elaboração Própria.

Esses resultados são muito semelhantes aos obtidos por Silveira (2010) em relação a quantidade de notícias sobre “*governança corporativa*” publicadas no Portal Exame durante os anos de 1998 e 2009.

## 2.1 DEFINIÇÕES DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) assim define governança corporativa:

[...] é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de governança corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso ao capital e contribuindo para a sua longevidade. (IBGC, 2009a, p.19).

Trata-se de uma definição ampla, porém suficiente para observar que fundamentalmente a governança corporativa está ligada aos diversos relacionamentos existentes nas empresas. Relacionamentos entre os proprietários, o conselho de administração, a diretoria e os órgãos de controle. Diante disso, conclui-se que quanto melhor for o relacionamento entre as diversas partes da empresa, melhor será sua governança, seu valor e sua longevidade.

Silveira (2002) adota a seguinte definição para governança corporativa:

A governança corporativa insere-se nesta temática, podendo ser definida como o conjunto de mecanismos internos e externos que visam harmonizar a relação entre gestores e acionistas, dada a separação entre controle e propriedade. Como mecanismos internos para o alinhamento dos interesses, pode-se destacar a atuação do Conselho de Administração, a remuneração dos gestores e a posse de ações por parte dos executivos. Já como mecanismos externos, pode-se ressaltar a obrigatoriedade da divulgação de informações periódicas sobre a companhia, a presença de um mercado de aquisição hostil e a existência de um mercado de trabalho competitivo. (SILVEIRA, 2002, p.1-2).

Nessa definição destacam-se a separação entre controle e propriedade, relação que constantemente desafia profissionais e acadêmicos a encontrar mecanismos de gestão e controle eficientes para satisfazer ambas as partes, pois aqueles que controlam a empresa necessitam de liberdade para tomar decisões e implantar políticas, ao passo que aqueles que detêm a propriedade da empresa precisam assegurar que seus recursos não sejam alocados de forma indevida ou ineficiente. Essa é a ênfase da definição de La Porta et al. (2000, p.3), que estabelece governança corporativa como “um conjunto de mecanismos através dos quais investidores externos se protegem da expropriação pelos internos”.

Para a *Organization for Economic Cooperation and Development* (OECD, 2004), governança corporativa:

[...] envolve um conjunto de relações entre a gestão de uma empresa, seu conselho de administração, seus acionistas e outras partes interessadas. A governança corporativa também fornece a estrutura por meio da qual os objetivos da empresa são estabelecidos e os meios de atingi-los e monitorar o desempenho são determinados. (OECD, 2004, p.11).

A CVM possui uma definição muito parecida, porém com um viés financeiro. Para a CVM, governança corporativa “é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital” (CVM, 2002, p.1).

Shleifer e Vishny (1997, p.737) afirmam que a governança corporativa “trata das maneiras pelas quais os fornecedores de recursos asseguram para si mesmos que obterão retorno sobre seu investimento”. John e Senbet (1998, p.372) propõem governança corporativa como “os mecanismos pelos quais as partes interessadas de uma corporação exercem o controle sobre informações privilegiadas e de gestão para que os seus interesses sejam protegidos”.

Diante desses aspectos pode-se enxergar a governança corporativa como um conjunto de regras e práticas que devem reger as relações entre as diversas partes relacionadas à empresa, principalmente, entre aqueles que dirigem e aqueles que são proprietários, de forma que haja transparência nesse relacionamento, os direitos e deveres de cada parte sejam claros,



a prestação de contas e divulgação de informações sobre a empresa ocorra de modo satisfatório e todas as partes sejam protegidas e tenham seus interesses conciliados. Além disso, certamente uma boa governança agregará valor para a empresa, contribuirá para melhorar seu acesso ao capital e para o seu crescimento e longevidade.

Não há dúvida que a própria definição de governança corporativa evidencia os diversos desafios de sua implementação.

## 2.2 A GOVERNANÇA CORPORATIVA NO MUNDO E NO BRASIL

Apesar de fundamental para o sucesso das organizações, a governança corporativa possui presença relativamente recente nas discussões organizacionais. Andrade e Rossetti (2012, p.156-158) enfatizam quatro grandes marcos construtivos da governança corporativa no mundo: o ativismo pioneiro de Robert Monks, a publicação do Relatório Cadbury no Reino Unido, a publicação dos princípios de governança corporativa da OECD e a aprovação da Lei Sarbanes-Oxley (SOX) nos Estados Unidos. O primeiro marco se relaciona diretamente aos valores *fairness* (senso de justiça) e *compliance* (conformidade legal, especialmente em relação aos direitos dos minoritários). O segundo marco centra-se em outros dois valores, *accountability* (prestação responsável de contas) e *disclosure* (transparência). O terceiro marco chama a atenção das corporações para a relação entre a boa governança corporativa e a atração de investidores para o mercado de capitais, redução dos custos de captação de recursos e o desenvolvimento da economia. Finalmente, o quarto marco define critérios de controles e penalidades mais rigorosas para os casos de violação das regras estabelecidas.

O quadro 1 resume os quatro grandes marcos da governança corporativa destacados por Andrade e Rossetti (2012).

QUADRO 1 – OS QUATRO GRANDES MARCOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO MUNDO

Ativismo pioneiro de Robert Monks	Publicação do Relatório Cadbury no Reino Unido	Publicação dos princípios de governança corporativa da OECD	Lei Sarbanes-Oxley (SOX) nos Estados Unidos
<p><b><u>fairness</u></b> (senso de justiça)</p> <p><b><u>compliance</u></b> (conformidade legal, especialmente em relação aos direitos dos minoritários)</p>	<p><b><u>accountability</u></b> (prestação responsável de contas)</p> <p><b><u>disclosure</u></b> (transparência)</p>	<p>atração de investidores para o mercado de capitais, redução dos custos de captação de recursos e o desenvolvimento da economia</p>	<p>critérios de controles e penalidades mais rigorosas para os casos de violação das regras estabelecidas</p>

Fonte: Adaptado de Andrade e Rossetti (2012, p.156-158).

Em sua linha do tempo sobre a governança corporativa no mundo e no Brasil, o IBGC aponta a publicação do Relatório Cadbury no Reino Unido, em 1992, como o primeiro evento importante para o estabelecimento das práticas de governança que viriam na sequência. No Brasil, o primeiro registro do IBGC data de 1995 e se refere à fundação do Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), que em 1999 passou a se denominar IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.

Nos apêndices A e B da pesquisa encontram-se quadros-resumo dos principais eventos relacionados à governança corporativa, conforme relatados pelo IBGC.

Observa-se pela história das organizações que as ações relacionadas à governança corporativa no mundo ocorrem basicamente de forma reativa, como uma resposta a determinadas situações e acontecimentos que claramente enfraquecem a imagem das empresas, dos órgãos de controle e do mercado acionário de forma geral. Em relação ao Brasil, a governança corporativa se desenvolve, porém, ainda de forma tímida, principalmente em razão das suas características locais.

Uma pesquisa realizada pelo IBGC (2001) e pela McKinsey & Company e Korn/Ferry International (2001), caracterizou o modelo de governança corporativa das empresas brasileiras da seguinte forma: a) forte concentração da propriedade em apenas alguns acionistas majoritários, b) pouca atividade por parte dos acionistas minoritários; c) estruturas e procedimentos de governança geralmente informais; d) divergência entre acionistas controladores e minoritários sobre o nível de divulgação de informações.

Essas características acabam por dificultar em muito o avanço do mercado de capitais brasileiro, pois ainda não se tem a devida segurança para que potenciais acionistas minoritários invistam nesse mercado. Não obstante, no ano de 2001, os pesquisadores citados já conseguiam visualizar um modelo emergente de governança corporativa para o Brasil com as seguintes características: a) permanece a concentração da propriedade, porém, se estabelece um modelo de governança corporativa formal, b) maior consideração pelos interesses dos acionistas minoritários e maior atividade por parte dos mesmos, c) melhora na relação entre propriedade e gestão executiva, passando de sobreposição de propriedade e gestão alta para moderada, d) estrutura de conselhos formais, e) maior participação de conselheiros externos, f) maior clareza nos papéis entre o conselho de administração e o executivo, g) melhora no nível de capacitação dos conselheiros e h) remuneração variável mais estendida.

Pode-se realmente constatar um bom grau de acerto nas previsões realizadas nessa pesquisa, pois cerca de oito anos depois, em 2009, o mesmo IBGC (2009b) e a Booz & Company (2009), observaram uma evolução do nível de governança corporativa praticada no país. Em uma pesquisa sobre o “Panorama da Governança Corporativa no Brasil” eles chegaram as seguintes conclusões: a) maior conhecimento e aderência das empresas às melhores práticas de governança, b) transparência, imagem e gestão foram os principais itens citados como benefícios da governança corporativa, c) redução da participação de proprietários e aumento de conselheiros independentes nos conselhos de administração, d) melhora na relação entre acionistas controladores e minoritários.

O quadro 2 consolida os modelos de governança corporativa existente e emergente no Brasil em 2001 e o modelo existente em 2009.

**QUADRO 2 – MODELOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL**

Modelo em vigor em 2001	Modelo emergente a partir de 2001	Modelo em vigor em 2009
<ul style="list-style-type: none"> <li>a) forte concentração da propriedade em apenas alguns acionistas majoritários;</li> <li>b) pouca atividade por parte dos acionistas minoritários;</li> <li>c) estruturas e procedimentos de governança geralmente informais;</li> <li>d) divergência entre acionistas controladores e minoritários sobre o nível de divulgação de informações.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>a) permanece a concentração da propriedade, porém, se estabelece um modelo de governança corporativa formal;</li> <li>b) maior consideração pelos interesses dos acionistas minoritários e maior atividade por parte dos mesmos;</li> <li>c) melhora na relação entre propriedade e gestão executiva, passando de sobreposição de propriedade e gestão alta para moderada,</li> <li>d) estrutura de conselhos formais;</li> <li>e) maior participação de conselheiros externos,</li> <li>f) maior clareza nos papéis entre o conselho de administração e o executivo;</li> <li>g) melhora no nível de capacitação dos conselheiros;</li> <li>h) remuneração variável mais estendida.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>a) maior conhecimento e aderência das empresas às melhores práticas de governança;</li> <li>b) transparência, imagem e gestão foram os principais itens citados como benefícios da governança corporativa;</li> <li>c) redução da participação de proprietários e aumento de conselheiros independentes nos conselhos de administração;</li> <li>d) melhora na relação entre acionistas controladores e minoritários.</li> </ul>

Fonte: Adaptado de IBGC (2001), Mckinsey & Company e Korn/Ferry International (2001), IBGC (2009b) e Booz & Company (2009).

Entretanto, Claessens e Yurtoglu (2013) pesquisaram o tema de governança corporativa em mercados emergentes e trouxeram diversas informações sobre o Brasil: os requisitos de divulgação de informações pelas empresas foram considerados muito fracos, baixa proteção legal aos acionistas, padrões de governança corporativa definidos pelo próprio mercado e superiores a legislação, mecanismos como a arbitragem para resolver disputas de governança corporativa como uma alternativa para o inadequado funcionamento do sistema judicial.

Esses apontamentos evidenciam o grande percurso que o Brasil ainda precisa percorrer para atingir melhores níveis de governança corporativa entre suas empresas.

### 2.2.1 PESQUISAS SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Descreve-se na sequência uma relação de pesquisas nacionais e internacionais sobre diversos aspectos da governança corporativa e sua relação com diversas variáveis, principalmente relacionadas à área de Finanças.

QUADRO 3 – PESQUISAS SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Autor	Pesquisa	Resultado
Fama (1980)	Explicar como a separação entre a propriedade e controle, típica das grandes corporações, pode ser uma forma eficiente de organização econômica.	A empresa é disciplinada pela concorrência de outras empresas, o que obriga a evolução dos dispositivos para monitorar de forma eficiente o desempenho de toda a equipe e de seus membros individuais. Esses, principalmente quando gestores têm diante de si tanto a disciplina dos proprietários quanto as oportunidades oferecidas pelo mercado como elementos que os levam a buscar os interesses da empresa.
Morck, Shleifer e Vishny (1988)	Investigar a relação entre a propriedade e gestão e valorização de mercado da empresa.	Há evidências de uma relação não monotônica significativa. O Q de Tobin primeiro aumenta e depois diminui e, finalmente, sobe ligeiramente com o aumento da apropriação pelo conselho de administração. Para as empresas mais antigas, há evidências de que o Q de Tobin é menor quando a empresa é dirigida por um membro da família fundadora em relação a alguém sem relação com o fundador.
Shivdasani (1993)	Analisar se as diferenças na estrutura do conselho de administração e participação acionária contribuem para a ocorrência de aquisições hostis.	Grandes detentores de ações não relacionados à gestão aumentam a probabilidade de tentativas de aquisição hostil. O contrário também é verdadeiro, ou seja, grandes acionistas ligados à gestão diminuem essa probabilidade. Estes resultados sugerem que o conselho de administração e aquisições hostis são mecanismos de substituição e que grandes detentores de ações não relacionados e aquisições hostis são mecanismos complementares para o controle corporativo.
Lang e Lundholm (1993)	Analisar a relação entre as práticas de divulgação das empresas, o número de analistas que acompanham cada empresa e a propriedade das previsões de lucros dos analistas.	As empresas com maior nível de divulgação de informações possuem maior cobertura por analistas, previsões de lucros (por analistas de mercado) mais precisas, menor dispersão entre as previsões dos analistas individuais e menor volatilidade em revisões de previsão.
Bruni e Fama (2000)	Relação entre a liquidez de uma ação e o seu retorno com base em todas as ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo entre os anos de 1988 e 1996.	Associação significativa e negativa entre retornos e liquidez, medida pela negociabilidade média da ação em bolsa.
Aboody e Kasznik (2000)	Investigar se os gestores gerenciam o momento de realizar divulgações voluntárias em relação aos prêmios através de opções de ações.	As empresas estudadas atrasam a divulgação de informações positivas e aceleram a divulgação das informações negativas para antecederem o período de atribuição das opções de ações, concluindo que os gestores tomam decisões de divulgação voluntária oportunistas que maximizam a sua remuneração através de opções de ações.
Black (2001)	Examinar a relação entre o comportamento de governança corporativa e o valor de mercado da empresa para uma amostra de empresas russas.	Os resultados sugerem que o comportamento de governança corporativa tem um poderoso efeito sobre o valor de mercado da empresa em um país onde as restrições legais e culturais sobre comportamento corporativo são fracas.

continua

continuação

Autor	Pesquisa	Resultado
Silveira (2002)	Relação entre a estrutura de governança corporativa, valor de mercado e desempenho de empresas brasileiras de capital aberto entre 1998 e 2000.	Forte evidência de que em média, as empresas que têm pessoas distintas ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do conselho são mais valorizadas pelo mercado. Sugestão de que empresas com um número intermediário de conselheiros alcançam melhor desempenho. Independência do conselho não apresentou relação significativa contra as variáveis de valor e desempenho.
Carvalho (2003)	Efeitos da migração das empresas para os níveis governança da BM&FBovespa.	A migração tem impacto sobre a valoração das ações (existência de retornos anormais positivos), aumenta o volume de negociação, aumenta a liquidez e reduz a exposição a fatores macroeconômicos.
Gompers, Ichii e Metrick (2003)	Construção de um índice de governança como <i>proxy</i> para o nível de direitos dos acionistas em cerca de 1.500 grandes empresas na década de 1990.	Empresas com maiores direitos aos acionistas possuem maior valor de mercado, maiores lucros, maior crescimento de vendas, menores despesas de capital e faz poucas aquisições corporativas.
Aguiar, Corrar e Batistella (2004)	Analisar os impactos causados sobre três variáveis (quantidade média, volume médio em Reais e preço médio de ações) depois da implementação do nível 1 de governança corporativa da BM&FBovespa.	Os resultados sugerem que não ocorreram mudanças positivas significativas com a migração.
Brown e Caylor (2004)	Criação de uma medida ampla de governança corporativa (composta por 51 fatores) e relacionamento com o desempenho operacional, <i>valuation</i> e pagamento de dividendos de 2.327 empresas.	Empresas com melhor governança são relativamente mais rentáveis, mais valiosas e pagam melhor para seus acionistas.
Malacrida e Yamamoto (2006)	Analisar se o nível de evidenciação de informações contábeis das empresas componentes do Ibovespa influencia a volatilidade do retorno de suas ações.	As empresas com maior nível médio de evidenciação das informações contábeis apresentam menor volatilidade média dos retornos das ações.
Segreti, Rodrigues e Peleias (2006)	Verificar quais são os motivos que impedem as empresas de aderirem aos segmentos de governança da BM&FBovespa.	Os resultados obtidos indicam que são os custos implícitos, aqueles decorrentes do compartilhamento do poder dos controladores com os acionistas que não detém o controle acionário, a verdadeira causa da baixa adesão pelas empresas.
Costa e Camargos (2006)	Analisar o comportamento dos retornos anormais em períodos próximos à adesão de 10 empresas aos níveis de governança corporativa da BM&FBovespa, entre 2001 e 2003, visando avaliar o seu impacto sobre o retorno dos acionistas.	A adesão das empresas analisadas não proporcionou, de maneira geral, retornos anormais para os acionistas.

continuação

Autor	Pesquisa	Resultado
Martins, Silva e Nardi (2006)	Verificar se houve alteração na liquidez das ações das empresas que migraram do nível tradicional para algum dos níveis de governança corporativa da BM&FBovespa	Há alteração no nível de liquidez, notadamente para as ações ON que apresentaram nível de significância satisfatório.
Choi, Lee e Park (2007)	Fornecer evidências da relação causal entre governança e valor da empresa em um ambiente onde a endogeneidade é controlada.	Os resultados obtidos apoiam a relação causal entre governança e valor da empresa, ou seja, de que existem ganhos para os acionistas com a melhora da qualidade da governança.
Mendonça Neto e Riccio (2008)	Relação entre o nível de <i>disclosure</i> e risco de liquidez de mercado de empresas com ações negociadas na BM&FBovespa.	Os resultados obtidos indicam que existem evidências preliminares de uma relação negativa entre o nível de <i>disclosure</i> e o risco de liquidez de mercado.
Caixe e Krauter (2008)	Investigar se a adoção de boas práticas de governança corporativa influencia o valor de mercado das companhias brasileiras.	As organizações que participam de um dos três segmentos de governança corporativa da BM&FBovespa são mais valorizadas pelo mercado, quando comparadas com as empresas listadas no mercado tradicional.
Silva (2009)	Relação entre liquidez das ações e o nível de divulgação de empresas brasileiras de capital aberto do setor de Siderurgia e Metalurgia no período de 1998 a 2007.	Relação positiva, estatística e economicamente significativa, entre divulgação de informações e liquidez das ações.
Guerra (2009)	Explorar os papéis de controle, direcionamento (estratégia e política) e prestação de serviços dos conselhos de administração e sua relevância no sistema de governança corporativa nas empresas listadas na BM&FBovespa.	Os conselhos de administração em grande parte são dominados pelos acionistas controladores. A participação de conselheiros independentes ainda está abaixo da recomendação das melhores práticas e a presença de acionistas minoritários é pequena. O acúmulo dos cargos de presidente do conselho e presidente executivo não é um problema maior. A frequência relevante de presidentes executivos que também são familiares do controlador é outro elemento de concentração de poder. O papel de controle predomina nos conselhos estudados, mas o papel de direcionamento também é relevante. O papel de serviço é o menos importante. O papel de controle pode ser enfraquecido nas empresas onde o presidente executivo e o presidente do conselho são familiares dos acionistas controladores. Conselhos com maiores níveis decisórios estão associados a um número maior de melhores práticas de governança. Os resultados não confirmaram as hipóteses de relação entre os elementos estudados e o papel das empresas listadas brasileiras.

conclusão

Autor	Pesquisa	Resultado
Procianoy e Verdi (2009)	Estuda os determinantes e as consequências da adesão de empresas brasileiras aos novos segmentos de governança da BM&FBovespa.	Entre os determinantes, encontrou-se que empresas de maior porte, mais lucrativas, negociadas em mercado estrangeiro ( <i>ADRs</i> ), e com menor concentração de acionistas no controle acionário tem maior probabilidade de aderir aos novos segmentos. A respeito das consequências, as empresas que aderiram aos novos segmentos apresentam maiores níveis de liquidez. Além disso, as empresas que aderiram ao nível 2 e ao Novo Mercado experimentaram um aumento de liquidez em relação ao nível de liquidez anterior a adesão.
Chung, Elder e Kim (2010)	Relação entre governança corporativa e liquidez das ações.	Empresas com melhor governança corporativa têm <i>spreads</i> menores, maior índice de qualidade de mercado, menor impacto nos preços das ações e menor probabilidade de negociação com base em informações privilegiadas.
Rossoni e Guarido Filho (2011)	Como os segmentos de governança da BM&FBovespa condicionam a reputação das empresas brasileiras de capital aberto.	As empresas que fazem parte do Novo Mercado da BM&FBovespa, assim como do mercado americano por meio de <i>ADRs</i> , têm mais chances de serem citadas entre as mais admiradas.
Patah (2012)	Relação entre concentração do poder de voto e indicador de governança corporativa e liquidez das ações.	Para uma amostra de empresas brasileiras, o indicador de governança corporativa não influencia a liquidez das ações com significância estatística.

Fonte: Elaboração Própria.

## 2.3 TEORIA DA AGÊNCIA

### 2.3.1 ASPECTOS INTRODUTÓRIOS

Andrade e Rosseti (2012) comentam que no início da década de 30 dois autores chamavam a atenção para a separação entre a propriedade e a gestão das empresas, na década de 50, outro autor havia sinalizado a situação de um gestor em substituição aos proprietários e fundadores das empresas e na década de 70, dois autores chamavam a atenção para os conflitos e custos dessa nova ordem.

Saito e Silveira (2008) observam que os benefícios e custos potenciais da separação entre a propriedade e controle começaram a ser discutidos em 1932 na obra *The Modern Corporation and Private Property*, pelos pesquisadores Berle e Means (1932). Posteriormente outros diversos estudos foram ampliando a compreensão sobre o funcionamento das empresas.



Um dos principais trabalhos que trouxeram grandes contribuições para a pesquisa sobre governança corporativa foi o *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure* de Jensen e Meckling (1976).

Saito e Silveira (2008) elencam as três principais contribuições dessa obra:

- i) a criação de uma teoria de estrutura de propriedade das companhias baseada nos inevitáveis conflitos de interesse individuais e com predições testáveis empiricamente; ii) a definição de um novo conceito de custos de agência, mostrando sua relação com a separação entre propriedade e controle presente nas empresas; e iii) a elaboração de uma nova definição da firma, descrevendo-a como uma mera ficção legal que serve como um ponto de ligação (nexus) para um conjunto de relacionamentos contratuais entre os indivíduos. (SAITO; SILVEIRA, 2008, p.79).

Do ponto de vista da verificação empírica, Saito e Silveira (2008) destacam a obra *Management ownership and market valuation: an empirical analysis* de Morck, Shleifer e Vishny (1988). Esses autores testaram de forma empírica as predições de Jensen e Meckling (1976) e seus resultados foram incorporados ao desenvolvimento de outras pesquisas.

Jensen e Meckling (1976) definiram a relação de agência como um contrato através do qual uma ou mais pessoas (definidas como “principal” ou “principais”) envolvem outra pessoa (o “agente”) para executar alguma atividade em seu nome; situação que envolve a delegação de algum nível de autoridade para que o agente tome certas decisões.

Expandindo um pouco essa definição, pode-se perceber alguns elementos na relação “agente-principal”:

- a) a separação entre propriedade e gestão: a execução da atividade é dada ao gestor ou agente, que assume uma autoridade delegada;
- b) diferença de prioridades: o agente está sujeito a tomar decisões que priorizem o bem estar próprio em detrimento do bem estar da empresa;
- c) dependência e acompanhamento: o proprietário ou principal depende do sucesso do agente, assim, necessita de instrumentos de incentivo para o agente e de acompanhamento do desenvolvimento do seu trabalho;
- d) assimetria de informação: há nessa relação certo nível de assimetria informacional entre as duas partes.

Nesse ambiente surgem os chamados “conflitos de agência” que dizem respeito aos interesses das partes relacionadas: o interesse dos proprietários pelo desenvolvimento longo e

sustentável da empresa, e conseqüente maximização dos seus lucros, e o interesse do agente, que nem sempre segue exatamente na mesma direção.

Farinha (2003) encontrou conflitos de interesse entre proprietários e gestores sobre questões de remuneração, diversificação, investimento, comportamento gerencial durante aquisições e adoção de dispositivos *anti-takeover*.

Para administrar esses conflitos surgem os chamados “custos de agência” que incluem a criação de mecanismos de governança com o fim de monitorar as ações dos gestores e seus incentivos (BREALEY; MYERS; ALLEN, 2008).

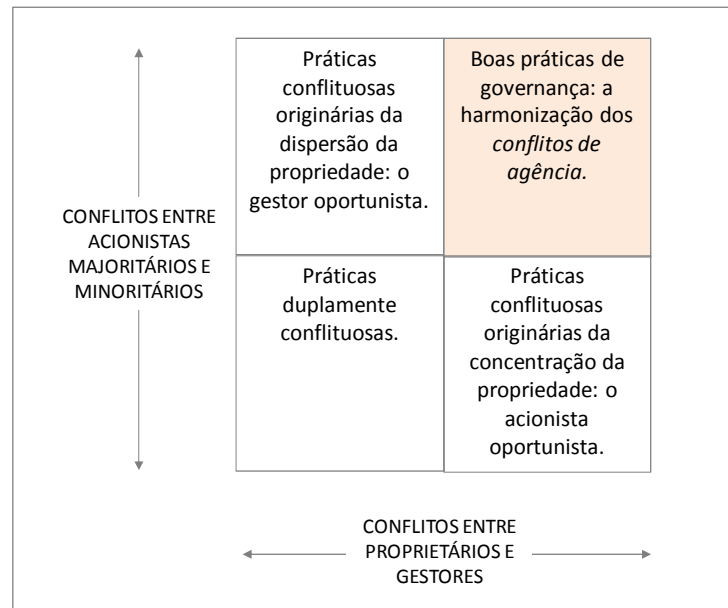
De acordo com Jensen e Meckling (1976), os custos de agência são definidos pela soma de três elementos:

- a) custos de monitoramento pelo principal (esforços por parte do principal para “controlar” o comportamento do agente através de restrições orçamentárias, políticas de remuneração, regras de funcionamento, etc.);
- b) custos de desenvolvimento de contratos entre o principal e o agente;
- c) perdas residuais (que ocorrem quando o agente toma decisões que não maximizam a riqueza do principal).

Além da relação “agente-principal” a governança corporativa deve tratar do conflito entre acionistas controladores e acionistas minoritários, situação existente em diversos mercados e destacadamente no Brasil.

De acordo com Andrade e Rosseti (2012) a primeira abordagem do conflito de agência é direcionada ao *gestor oportunista* e a segunda ao *acionista oportunista*. A Figura 1 retrata os conflitos de agência relacionados a proprietários e gestores e a acionistas majoritários ou controladores e acionistas minoritários.

**FIGURA 1 – TIPOS DE CONFLITOS DE AGÊNCIA**



Fonte: Adaptado de Andrade e Rossetti (2012, p.132).

É para fazer frente a essa realidade que a governança corporativa precisa ser cada vez mais estudada, estruturada, praticada e divulgada no Brasil, pois as empresas são entidades complexas, que se relacionam umas com as outras e ainda com outras entidades como governos, acionistas, entre outros. Como salientam Jensen e Meckling (1976, p.10), a empresa

[...] não é um indivíduo. É uma ficção legal que serve como um foco para um processo complexo no qual os objetivos conflitantes dos indivíduos (alguns deles podem "representar" outras organizações) são trazidos para o equilíbrio dentro de um quadro de relações contratuais. Neste sentido, o "comportamento" da empresa é como o comportamento de um mercado, isto é, o resultado de um processo complexo de equilíbrio (JENSEN; MECKLING, 1976, p.10).

### 2.3.2 MECANISMOS PARA REDUÇÃO DOS CUSTOS DE AGÊNCIA

Farinha (2003) especifica uma série de mecanismos disciplinadores, tanto internos quanto externos, que podem ser utilizados para reduzir os custos de agência.

Os **mecanismos externos** são os seguintes:

- a) *ameaça de aquisição*: Easterbrook e Fishel (1991) e Jensen (1993) consideram as aquisições nos Estados Unidos como um mecanismo essencial de governança corporativa para controlar as ações discricionárias dos gestores;

- b) *concorrência no mercado de produtos*: Hart (1983) sugere que o nível de concorrência nos mercados de produtos pode atuar como uma restrição geral sobre o comportamento de maximização da riqueza do gerente;
- c) *mercado de trabalho gerencial e monitoramento mútuo por parte dos gestores*: Fama (1980, p.293) argumenta que "cada gestor tem uma participação no desempenho dos gerentes acima e abaixo dele, e, como consequência, compromete-se a certa quantidade de monitoramento em ambas as direções”;
- d) *analistas de mercado*: Jensen e Meckling (1976) sugerem que os analistas de mercado, empregados por bancos de investimento, corretoras e grandes investidores institucionais, desempenham um papel de monitoramento que afeta as oportunidades disponíveis para os gerentes de capturar benefícios, pecuniários ou não, dos proprietários da empresa;
- e) *o ambiente legal*: desenvolvimento de uma legislação que afeta diretamente a eficiência ou o custo de um ou mais dispositivos de monitoramento, legislação destinada a evitar ou aumentar os custos de aquisições hostis, política de dividendos, recomendações de comitês destinadas a melhorar as práticas de governança corporativa e leis de proteção dos acionistas minoritários. La Porta et al. (1997) concluem que a existência e eficiência de normas legais que protegem os investidores são um dos principais determinantes do desenvolvimento do mercado de capitais local;
- f) *o papel da reputação*: Fama (1980) considera que, mesmo quando o contrato de remuneração de um gerente não tem qualquer relação com a riqueza dos acionistas, ainda assim o gestor pode agir de modo a maximizar o bem-estar dos acionistas, como resultado do desejo de proteger a sua reputação no mercado de trabalho.

Os **mecanismos internos** são descritos na sequência:

- a) *grandes acionistas institucionais*: vários estudos encontraram resultados que sugerem que os grandes acionistas desempenham um papel importante na governança corporativa. Shivdasani (1993) relata que a presença de grandes acionistas aumenta significativamente a probabilidade de que o controle de uma empresa será adquirido;
- b) *conselho de Administração*: Fama e Jensen (1983) caracterizaram as responsabilidades do conselho de administração como sendo a ratificação das decisões e do monitoramento do desempenho da gestão. Isto significa que a probabilidade de

conluio gerencial pode ser reduzida pela presença de diretores externos, que pode assim ser considerada como outra fonte potencial de monitoramento corporativo;

- c) *participação acionária*: a pesquisa de Morck , Shleifer e Vishny (1988), também é consistente com a visão de que a participação acionária pode ser uma ferramenta eficaz na redução dos custos de agência, apesar de relatar uma relação não monotônica;
- d) *pacotes de remuneração*: em teoria, uma forte relação entre a remuneração do executivo e o desempenho da empresa permitiria um melhor alinhamento de interesses entre acionistas e gestores (JENSEN; MURPHY, 1990). Por outro lado, Shleifer e Vishny (1997, p.745) observam a evidência geral sobre a relação entre remuneração e desempenho e concluem que é "problemático argumentar que os contratos de incentivo resolverão completamente o problema de agência";
- e) *política de endividamento*: Myers e Majluf (1984) argumentam que a dívida pode reduzir os problemas de assimetria de informação sobre o valor da empresa associada ao financiamento de capital;
- f) *política de dividendos*: segundo Easterbrook (1984), os dividendos podem controlar os problemas de agência facilitando o monitoramento pelo mercado de capitais primário das atividades e desempenho da empresa. A razão é que os pagamentos de dividendos mais altos aumentam a probabilidade de que a empresa terá que vender ações ordinárias no mercado de capitais primário.

O quadro 4 sintetiza os mecanismos disciplinadores, internos e externos, que podem ser utilizados para reduzir os custos de agência.

**QUADRO 4 – MECANISMOS PARA REUÇÃO DOS CUSTOS DE AGÊNCIA**

Mecanismos Externos	Mecanismos Internos
<ul style="list-style-type: none"> <li>a) Ameaça de aquisição;</li> <li>b) Concorrência no mercado de produtos;</li> <li>c) Mercado de trabalho gerencial e monitoramento mútuo por parte dos gestores;</li> <li>d) Analistas de mercado;</li> <li>e) O ambiente legal;</li> <li>f) O papel da reputação;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>a) Grandes acionistas institucionais;</li> <li>b) Conselho de Administração;</li> <li>c) Participação acionária;</li> <li>d) Pacotes de remuneração;</li> <li>e) Política de endividamento;</li> <li>f) Política de dividendos;</li> </ul>

Fonte: Adaptado de Farinha (2003).

Na sequência dedica-se atenção a dois elementos que estão inseridos na Teoria de Agência, mas que, em razão de sua grande relevância, são tratados em seções distintas: o Conselho de Administração e a proteção aos acionistas minoritários.

### 2.3.3 O CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

O IBGC define assim o conselho de administração e seu papel nas organizações:

O Conselho de Administração, órgão colegiado encarregado do processo de decisão de uma organização em relação ao seu direcionamento estratégico, é o principal componente do sistema de governança. Seu papel é ser o elo entre a propriedade e a gestão para orientar e supervisionar a relação desta última com as demais partes interessadas. O Conselho recebe poderes dos sócios e presta contas a eles.

O Conselho de Administração é o guardião do objeto social e do sistema de governança. É ele que decide os rumos do negócio, conforme o melhor interesse da organização. (IBGC, 2009a, p.29).

Segundo Silveira (2002, p.49) o “Conselho de Administração tem um papel fundamental na governança corporativa das empresas, sendo o principal mecanismo interno para diminuição dos custos de agência entre acionistas e gestores, e entre acionistas controladores e minoritários”. Guerra (2009, p. 29) ressalta que o “conselho de administração é o elemento central do sistema de governança corporativa visto no âmbito da empresa”.

Sobre as atribuições do conselho de administração o IBGC (2009a) destaca a discussão, aprovação e monitoramento de decisões que envolvem: definição da estratégia, estrutura de capital, processos de fusões e aquisições, níveis de exposição e aceitação de riscos e respectivas formas de prevenção e mitigação, contratação, dispensa, avaliação e remuneração do diretor-presidente e dos demais executivos, escolha e avaliação dos auditores independentes, processo de sucessão dos conselheiros e executivos, práticas de governança corporativa, políticas de gestão de pessoas e aprovação do código de conduta interno.

Guerra (2009, p.9), em sua pesquisa sobre o papel dos conselhos de administração de empresas listadas em bolsa no Brasil, informa que a maioria dos estudos empíricos sobre conselhos de administração foi realizado em mercados mais maduros, e assim, “o conhecimento produzido não se aplica integralmente à realidade brasileira e pode deixar de captar elementos importantes para seu entendimento”. No Brasil, a forte concentração da propriedade em apenas alguns acionistas majoritários o distingue de outros mercados e exige pesquisas mais adequadas à essa realidade.

Guerra (2009) também relaciona os principais temas de estudo no Brasil relacionados aos conselhos de administração: seu funcionamento e aderência aos códigos de melhores práticas, sua composição e independência dos controladores, sua composição e implicação no desempenho financeiro da companhia, sua anatomia e fatores que o influenciam, a influência dos acionistas minoritários e as práticas de governança corporativa sobre o sistema de decisões estratégicas e sua participação e envolvimento em decisões de estratégia.

Mckinsey & Company e Korn/Ferry International (2001) constata em sua pesquisa com empresas brasileiras que um dos fenômenos que puderam ser observados nessas empresas foi exatamente a tendência de profissionalização dos conselhos de administração. Por outro lado, a pesquisa também identifica uma série de características relacionadas aos conselhos de administração dessas empresas que necessitam de atenção: estruturas informais, conselho composto basicamente por conselheiros internos e baixa demanda por conselheiros externos e necessidade de clareza na divisão dos papéis do conselho e da gestão executiva.

Essas informações evidenciam a grande distância existente entre as empresas brasileiras e aquelas que atuam em mercados mais desenvolvidos, assim como sua necessidade de avançar nas questões mais fundamentais da boa governança corporativa. Felizmente, essa realidade vem mudando ao longo do tempo, pois em 2009 o IBGC (2009b) e a Booz & Company (2009) registraram importantes mudanças nesse cenário: evolução na diversidade da composição do conselho e na redução da participação de conselheiros proprietários, maior presença de conselheiros independentes, evolução no papel do conselho para uma efetiva agregação de valor para a empresa e evolução na clareza dos papéis do conselho de administração e da diretoria executiva.

Por outro lado, a mesma pesquisa sinalizou situações preocupantes e que também precisam evoluir: piora na percepção quanto às contribuições do conselho e o acompanhamento das decisões tomadas ainda é considerado insuficiente.

Um bom desempenho do conselho de administração deveria refletir diretamente no desempenho da empresa e conseqüentemente em sua atratividade no mercado de ações, ou seja, empresas com boas práticas de governança e gestão eficiente deveriam ser as mais valorizadas e procuradas pelos investidores, ao passo que aquelas companhias que não demonstram ao mercado uma evolução em sua governança e gestão, deveriam perder cada vez mais seu prestígio diante dos investidores.

Silveira (2002) investiga se a estrutura de governança corporativa foi relevante para as companhias abertas brasileiras de 1998 a 2000 e se as companhias adequadas às recomendações do IBGC e da CVM alcançaram maior valor de mercado ou melhor desempenho. As variáveis relacionadas à governança corporativa utilizadas no estudo foram a separação dos cargos de diretor executivo e presidente do conselho, o tamanho do conselho e a independência do conselho. A variável relacionada a separação dos cargos de diretor executivo e presidente do conselho foi a que apresentou resultados mais importantes, indicando que o mercado valoriza mais as empresas que possuem diferentes pessoas ocupando o cargo de diretor executivo e presidente do conselho de administração.

#### 2.3.4 PROTEÇÃO AOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS

Um mercado de ações líquido passa necessariamente pela existência de muitos participantes, especialmente de minoritários, pois de acordo com Carvalho (2002, p.20), “como a liquidez depende muito do número de participantes do mercado, a presença de investidores minoritários constitui condição importante para o desenvolvimento de um mercado líquido de negociação de papéis emitidos por empresas”.

Carvalho (2002) menciona também que a proteção dada a acionistas minoritários e credores é composta por três elementos: a) um conjunto de regras ou leis de proteção; b) disponibilidade de informações relevantes para a tomada de decisão; c) condições de se fazer valer seus direitos legais.

Em termos legais, foi com a Lei das SA (Lei 6.404/76) que o Brasil começava a trabalhar para o desenvolvimento do seu mercado de capitais, e assim estabelecia, entre outros itens, uma série de direitos aos acionistas minoritários, assim como uma série de deveres e obrigações para os acionistas controladores. Por outro lado, em 1997 essa Lei foi reformada (Lei 9.457/97) e considerada como um retrocesso nos direitos dos acionistas minoritários. Novamente ocorreram reformas nessa Lei em 2001 (Lei 10.303/2001), porém, essas ainda foram consideradas tímidas em relação ao que se esperava.

Assim, foi através da autorregulação que foram estabelecidos diversos mecanismos de proteção aos acionistas minoritários. Em dezembro de 2000 a BM&FBovespa criou três tipos de segmentos de listagem relacionados a práticas de governança corporativa, o Novo Mercado, o Nível 1 e o Nível 2. Posteriormente ocorreu a criação de um novo segmento, o



Bovespa Mais, voltado para pequenas e médias empresas que desejam acessar o mercado de capitais de forma gradual. A adesão a um desses segmentos é voluntária e contribui para uma melhor avaliação dos investidores, por assegurar seus direitos e garantias e divulgar informações mais completas da empresa aos participantes do mercado. As regras relacionadas a cada segmento são divulgadas com muita clareza e todas as informações pertinentes podem ser facilmente acessadas através da página da BM&FBovespa na internet.

Empresas que voluntariamente aderem ao Novo Mercado, segmento com procedimentos mais amplos de governança, ampliam os direitos dos acionistas através de um conjunto de regras adicionais à legislação e adotam uma política de divulgação de informações mais transparente e abrangente. Dessa forma, o Novo Mercado proporciona um melhor ambiente de negociação, pois garante maior proteção aos investidores e valoriza as empresas com melhores práticas de governança corporativa.

Segundo Braga (2006, p.133) o regulamento do Novo Mercado, o regulamento das Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa e as modificações da Lei 10.303/2001, “tem promovido um significativo avanço nos direitos dos minoritários e nas práticas de divulgação de informações aos investidores, o que também pode efetivamente elevar o valor de mercado das companhias abertas e reanimar o mercado de capitais”.

Os segmentos de listagem da Bolsa de Valores de São Paulo, suas características e diferenciais, são observados mais detalhadamente na seção 2.5.

Adicionalmente, a Lei 11.638/2007 trouxe a convergência dos padrões de contabilidade brasileiros aos pronunciamentos internacionais de contabilidade IASB (*International Accounting Standards Board*), IFRS (*International Financial Reporting Standards*) e IAS (*International Accounting Standards*), o que contribui significativamente para a elevação da transparência na divulgação de informações.

## 2.4 TEORIA DA DIVULGAÇÃO

### 2.4.1 ASPECTOS INTRODUTÓRIOS

Certamente um dos pilares da boa governança corporativa é a transparência na divulgação das informações, pois essa é a forma da empresa se comunicar com o mercado e atrair potenciais investidores, assim como de manter a confiança dos investidores atuais.

Divulgação é definida por Gibbins, Richardson e Waterhouse (1990) como qualquer publicação deliberada de informações financeiras, sejam numéricas ou qualitativas, obrigatórias ou voluntárias, através de canais formais ou informais. Essa definição nos leva a considerar diversos aspectos relacionados ao processo de divulgar informações:

- a) existem informações que obrigatoriamente precisam ser divulgadas por toda e qualquer empresa que detenha ações em bolsa, porém, a empresa poderá tomar a decisão de divulgar outras informações, que, apesar de relevantes para investidores e potenciais investidores, não são obrigatórias;
- b) as informações podem ser de caráter quantitativo, como as demonstrações financeiras comuns, ou qualitativo, como indicação de estratégias de atuação, planejamento de ações, ações relacionadas ao meio ambiente, entre outras;
- c) existem canais formais e informais de divulgação de informações, que servem a diversos propósitos da companhia, e todos eles podem ser aproveitados para estreitar a comunicação com o público interno e externo.

Goulart (2003) acrescenta um elemento importante ao mencionado acima, ou seja, que o processo de divulgação de informações contempla tanto informações “positivas”, como lucro, quanto “negativas”, como prejuízos e nível de exposição ao risco, e assim define *disclosure* “como a divulgação, por parte das empresas, de todas as informações, positivas e negativas, que tenham relevância para os usuários da informação”, (GOULART, 2003, p. 61).

Healy e Palepu (2001) exemplificam os diversos meios existentes para a divulgação de informações: relatórios financeiros obrigatórios, incluindo as demonstrações financeiras, notas de rodapé, discussão e análise de gestão e outros documentos oficiais. Além disso, algumas empresas se engajam em comunicações voluntárias, tais como, previsões da administração, apresentações e teleconferências de analistas, comunicados de imprensa, sites da internet e outros relatórios corporativos. Finalmente, há divulgações sobre as empresas por intermediários de informações, como analistas financeiros, especialistas do setor e da imprensa financeira.

Por outro lado, sabe-se que o processo de comunicação das empresas com os investidores não ocorre de forma totalmente transparente. Segundo Healy e Palepu (2001) há duas razões que dificultam o processo de correspondência entre aqueles que querem investir em um negócio e aqueles que necessitam de capital para suas empresas: primeiramente, os

empresários geralmente têm melhor informação do que os investidores sobre o valor das oportunidades de investimento. Em segundo lugar, a comunicação dos empresários com os investidores não é completamente fidedigna porque os investidores sabem que os empresários possuem incentivos para superestimar o valor de suas ideias. Por essas razões, aquelas que realmente são boas ideias se misturam com as ideias ruins, fazendo com que o mercado, na média, subestime algumas boas ideias e supervalorize algumas ideias ruins.

Especificamente no Brasil, entretanto, a pesquisa realizada pela Mckinsey & Company e Korn/Ferry International (2001) constata que 76% dos conselheiros acredita que sua comunicação com o mercado já é satisfatória e um aumento do nível de divulgação seria benéfico para os concorrentes, e que não pensam em divulgar mais informações enquanto seus concorrentes, principalmente os de capital fechado, não fizerem a mesma coisa.

Diante disso, observa-se que é um grande desafio para os administradores de empresas no Brasil, e mesmo no mundo, encontrar o ponto de equilíbrio entre o que se deve e o que se não deve divulgar ao mercado, pois, se por um lado, a divulgação de informações possui diversos benefícios, como trazer credibilidade para os gestores, servir de base para uma correta avaliação da empresa e de suas ações, possibilitar maior acesso ao capital de investidores; por outro lado, há concorrentes desejosos de obter o máximo possível de informações para utilizar a seu favor.

#### 2.4.2 FATORES MOTIVADORES DA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES

Healy e Palepu (2001) realizaram uma importante pesquisa sobre a divulgação de informações por parte das empresas. As questões levantadas pelos autores giram em torno de quatro grandes eixos: os aspectos regulamentares da divulgação, a eficácia dos auditores e intermediários de informação, as decisões sobre divulgação por parte dos gestores das empresas e as consequências econômicas da divulgação de informações.

Sobre os aspectos regulamentares da divulgação, a informação contábil é vista por Leftwich (1980) como um bem público custeado por diversos acionistas, mas esses não podem exigir que os potenciais investidores façam uso dessas informações. Outra razão para sua existência é justamente reduzir a lacuna de informação existente entre investidores informados e desinformados.

Malacrida e Yamamoto (2006), analisando a legislação brasileira vigente, demonstram que 173 itens são de divulgação obrigatória. Eles também constatam em sua pesquisa que as empresas com maior nível médio de evidenciação das informações contábeis apresentam menor volatilidade média dos retornos das ações. Lima (2007) observa que empresas com maiores níveis de *disclosure* apresentam uma relação inversa ao custo de capital de terceiros.

A respeito da eficácia dos auditores e intermediários de informação, Healy e Palepu (2001) informam que os auditores proporcionam aos investidores uma garantia independente de que as demonstrações financeiras da empresa estão em conformidade com as regras da contabilidade. Além disso, o fato de que os preços das ações reagem à divulgação de resultados das companhias sugere que os investidores consideram as informações contábeis como dignas de crédito. A questão em aberto é se essa credibilidade advém da garantia fornecida pelo auditor ou de outras fontes, tais como, a responsabilidade legal dos gestores da companhia na divulgação de informações. De qualquer forma, o fato de fornecedores de capital geralmente exigirem a contratação de um auditor independente como uma condição de financiamento, assim como exigirem que as empresas apresentem informações financeiras auditadas, implica que consideram os auditores como importantes elementos que apoiam a credibilidade das informações.

Em relação aos intermediários de informação, segundo Healy e Palepu (2001) existe evidência de que os analistas financeiros agregam valor no mercado de capitais. Lang e Lundholm (1993) constatam que as empresas com melhor divulgação de informações possuem maior número de analistas que as seguem, menor dispersão entre as previsões desses analistas e menor volatilidade em suas revisões de previsões.

A respeito das decisões sobre divulgação por parte dos gestores das empresas, Healy e Palepu (2001) argumentam que elas concentram-se nos relatórios financeiros da administração, de divulgação obrigatória, e nas decisões de divulgação de gestão, de divulgação voluntária. Pesquisando sobre as razões que levariam os gestores a prática da divulgação voluntária de informações, esses autores mencionam a necessidade de obter recursos no mercado de capitais a um custo menor, tentativa de reduzir a probabilidade de subavaliação das ações da empresa e/ou justificar baixo desempenho, remuneração baseada em ações da empresa, custos com ações judiciais, sinalização de talentos na gestão e custos de propriedade. Aboody e Kasznik (2000) investigam se os gestores gerenciam o momento de realizar divulgações voluntárias em relação aos prêmios através de opções de ações e

constatam que as empresas estudadas atrasam a divulgação de informações positivas e aceleram a divulgação das informações negativas para antecederem o período de atribuição das opções de ações, concluindo que os gestores tomam decisões de divulgação voluntária oportunistas que maximizam a sua remuneração através de opções de ações. Verrecchia (1983) conclui que as empresas têm um incentivo para não divulgar informações que irão reduzir a sua posição competitiva, mesmo que isso acarrete maior custo para levantar capital adicional.

Sobre as consequências econômicas da divulgação de informações, Healy e Palepu (2001) informam que os diversos estudos existentes sobre o tema afirmam que existem três tipos de efeitos no mercado de capitais para as empresas que fazem extensas divulgações voluntárias: aumento da liquidez de suas ações, redução do custo de capital e aumento do número de analistas que as acompanham.

Para o aumento da liquidez, Diamond e Verrecchia (1991) argumentam que a divulgação voluntária reduz a assimetria informacional entre investidores informados e desinformados, o que implica em maior confiança da parte dos investidores de que quaisquer transações com ações ocorrem a um "preço justo", fato que aumenta a liquidez das ações da empresa.

Quanto a diminuição do custo de capital, Botosan (1997) fornece evidências que empresas com baixa cobertura por analistas de mercado e com maior índice de divulgação de informações, possuem custo do capital próprio menor. Finalmente, sobre a elevação da cobertura da empresa por analistas de mercado, Lang e Lundholm (1993) argumentam que a divulgação voluntária pelas empresas reduz o custo de aquisição de informação para os analistas, e, portanto, aumenta a sua oferta. Os autores analisam a relação entre as práticas de divulgação das empresas, o número de analistas que acompanham cada empresa e a propriedade das previsões de lucros dos analistas e concluem que as empresas com maior nível de divulgação de informações possuem maior número de analistas que as cobrem, previsões de lucros (por analistas de mercado) mais precisas, menor dispersão entre as previsões dos analistas individuais e menor volatilidade em revisões de previsão.

O quadro 5 sintetiza os fatores motivadores da divulgação de informações de acordo com os pesquisadores Healy e Palepu (2001).

**QUADRO 5 – FATORES MOTIVADORES DA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES**

<b>Aspectos regulamentares da divulgação</b>	<b>Eficácia dos auditores e intermediários de informação</b>	<b>Decisões sobre divulgação por parte dos gestores das empresas</b>	<b>Consequências econômicas da divulgação de informações</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Informação vista como um bem público;</li> <li>▪ Reduz a lacuna de informação entre investidores informados e desinformados;</li> <li>▪ Na legislação brasileira há 173 itens de divulgação obrigatória.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Garantia independente de que as demonstrações financeiras da empresa estão em conformidade com regras da contabilidade;</li> <li>▪ Investidores consideram as informações contábeis como dignas de crédito.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Necessidade de obter recursos no mercado de capitais a um custo menor;</li> <li>▪ Tentativa de reduzir a probabilidade de subavaliação das ações da empresa e/ou justificar baixo desempenho;</li> <li>▪ Remuneração baseada em opções de ações da empresa.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Aumento da liquidez de suas ações;</li> <li>▪ Redução do custo de capital;</li> <li>▪ Aumento do número de analistas que acompanham a empresa.</li> </ul>

Fonte: Adaptado de Healy e Palepu (2001).

## 2.5 OS SEGMENTOS DE LISTAGEM DA BM&FBOVESPA

Uma das grandes questões que pairam sobre a mente de diversos executivos diz respeito a decisão sobre a abertura do capital das empresas que administram. Sobre essa questão, Ribeiro Neto e Famá (2002) elencam uma série de vantagens para as empresas: valorização da marca da empresa, menor custo na captação bancária, maior facilidade na obtenção de recursos, profissionalização da administração, novo relacionamento com os funcionários e liquidez das ações. Diante disso, entende-se que a abertura do capital se constitui em uma importante alternativa para os administradores, pois seus benefícios vão além da obtenção de recursos financeiros.

Uma segunda questão diz respeito ao nível de exigência e exposição às quais as empresas que abrem o capital ficam sujeitas. Como visto na seção anterior, há uma série de requisitos que uma empresa de capital aberto deve atender. Essas exigências se justificam facilmente, pois aqueles que investem em empresas de capital aberto necessitam de segurança e jamais ingressarão em um processo duvidoso.

Em resposta a essas e outras questões e em razão de ineficiência da legislação brasileira na regulação do mercado de capitais (a Lei 6.404/1976 foi considerada ultrapassada e insuficiente para atender as demandas cada vez maiores do mercado, a Lei 9.457/1997 foi

considerada um retrocesso em relação aos direitos dos acionistas minoritários e a Lei 10.303/2001 foi considerada tímida em relação ao que se esperava na ocasião), em razão da constatação de um movimento de migração das empresas brasileiras para a Bolsa de Nova York através da emissão de ADR's - *American Depositary Receipt* (RIBEIRO NETO; FAMÁ, 2002), entre outras razões, em dezembro de 2000, inspirada na experiência alemã do *Neuer Markt*, a Bolsa de Valores de São Paulo instituiu os chamados “segmentos de listagem”, que propiciavam um maior nível de governança corporativa por parte das empresas que a eles aderiam voluntariamente. Em outras palavras, onde o governo falhou em propiciar mecanismos de governança através da legislação, o próprio mercado estabeleceu para si mesmo uma forma de avançar nas práticas de governança corporativa, propiciar mais segurança aos seus participantes e motivar a permanência das empresas no mercado de capitais do país, assim como seu próprio desenvolvimento.

Saito e Silveira (2008) argumentam que o Novo Mercado baseia-se na premissa de que a valorização das ações, assim como sua liquidez, são positivamente impactadas e asseguradas pela concessão de direitos aos acionistas e pela qualidade das informações prestadas.

Atualmente há quatro segmentos de listagem na bolsa de valores de São Paulo: nível 1, nível 2, Novo Mercado e Bovespa Mais. Esse último, com possibilidade de captação de valores menores em relação ao Novo Mercado, por exemplo, é voltado para as empresas que desejam acessar o mercado de capitais de forma crescente ou gradual.

A respeito da adesão aos diversos níveis de governança existentes no mundo, Leuz e Verrecchia (2000) estudaram as empresas alemãs que mudaram do regime de informações alemão para um regime internacional (IAS ou US GAAP), comprometendo-se dessa forma, a um aumento dos seus níveis de divulgação de informações. As evidências encontradas foram consistentes com a noção de que as empresas que se comprometem com maiores níveis de divulgação adquirem benefícios para si. Procianny e Verdi (2009, p.109), estudando o mercado brasileiro e corroborando a literatura da área, encontraram “evidência de que a adesão aos novos mercados da BM&FBovespa é influenciada pelo tamanho, lucratividade, dispersão acionária e a existência de *ADR* na empresa”. Além disso, esses pesquisadores concluem que as empresas “utilizam a adesão aos novos mercados como maneira de demonstrar seu compromisso com uma política de transparência contábil e boa governança corporativa” (PROCIANNOY; VERDI, 2009, p.109).

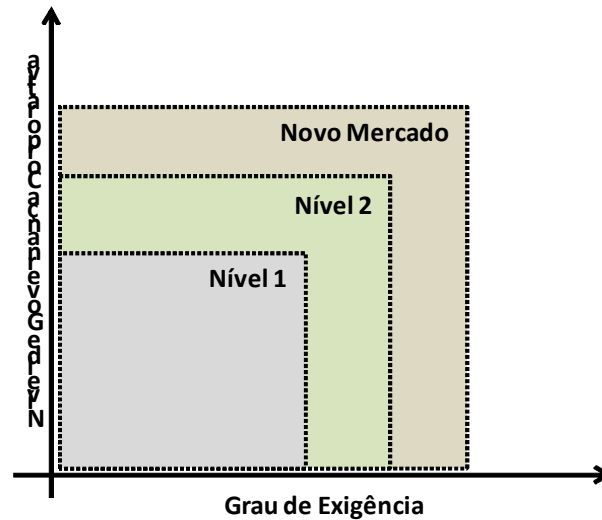
Black, Carvalho e Sampaio (2014) argumentam que o Brasil é um bom lugar para estudar mudanças nos padrões de governança corporativa porque sua economia passou por grandes transformações nas últimas décadas. Esse cenário deixou o país mais atraente para a abertura do capital de empresas e realização de negócios. Esses pesquisadores estudaram a evolução das práticas de governança corporativa no Brasil ao longo de 2004 e 2009 e concluíram que a melhora constatada no país deve-se a dois fatores: crescimento do Novo Mercado e Nível 2 de governança, principalmente por meio de *IPO's* e desenvolvimento de práticas de governança (necessárias a esses segmentos) por empresas não listadas no Novo Mercado e no Nível 2.

Entre os diferenciais dos segmentos de listagem da BM&FBovespa pode-se citar o compromisso geral das empresas com melhores práticas de governança corporativa, ampliação dos direitos dos acionistas minoritários e aumento do nível de divulgação de informações para o mercado. As companhias listadas no nível 1 basicamente se comprometem a divulgar informações além daquelas que são exigidas em lei, propiciando aos investidores melhores condições de avaliar a gestão e o desempenho dessas empresas. Companhias listadas no nível 2 elevam ainda mais seu nível de governança, pois além das exigências ligadas ao nível 1, as companhias se comprometem a divulgações adicionais como demonstrações financeiras em inglês e nos padrões internacionais IFRS ou *US GAAP* (com a Lei 11.638/2007 que trouxe a convergência dos padrões de contabilidade brasileiros aos pronunciamentos internacionais de contabilidade essa exigência deixou de ser um diferencial dos segmentos da BM&FBovespa) e manter o conselho de administração com no mínimo 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes e com mandato unificado de até 2 anos. O Novo Mercado assume o maior padrão de governança corporativa do país e é considerado pela BM&FBovespa como altamente diferenciado. As companhias listadas nesse segmento, além de cumprir todas as exigências dos níveis 1 e 2, devem emitir apenas ações ordinárias.

A Figura 2 ilustra o modelo de atribuições que as empresas assumem ao ingressar nos segmentos de listagem da BM&FBovespa. Através da ilustração fica evidente que o Novo Mercado contempla todas as exigências dos níveis 1 e 2 e exigências específicas.



FIGURA 2. RELAÇÃO ENTRE NÍVEL DE GOVERNANÇA E GRAU DE EXIGÊNCIA



Fonte: Elaboração Própria.

No Folder do Novo Mercado disponibilizado na página da BM&FBovespa na internet (BM&FBOVESPA, 2009), constam as principais características dos segmentos de governança:

- a) os segmentos de listagem foram desenvolvidos para proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse empresas e investidores;
- b) o Novo Mercado é direcionado principalmente a empresas que venham a abrir o capital;
- c) os compromissos assumidos dizem respeito à prestação de informações e a regras que equilibrem os direitos de todos os acionistas;
- d) a adesão é voluntária e concretiza-se com a assinatura de um contrato entre a companhia, seus controladores, administradores e a BM&FBovespa;
- e) em caso de rescisão do contrato, os acionistas investidores terão o direito de receber uma oferta pública de aquisição por suas ações, no mínimo, pelo valor econômico.

O quadro 6, extraído da página da BM&FBovespa na internet, resume as principais diferenças entre os segmentos de governança corporativa existentes atualmente.

QUADRO 6 – COMPARATIVO DOS SEGMENTOS DE LISTAGEM DA BM&amp;FBOVESPA

	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	BOVESPA MAIS (a partir de 23/5/2014)	TRADICIONAL
<b>Características das Ações Emitidas</b>	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)
<b>Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)</b>	No mínimo 25% de free float			25% de free float até o 7º ano de listagem	Não há regra
<b>Distribuições públicas de ações</b>	Esforços de dispersão acionária			Não há regra	
<b>Vedação a disposições estatutárias (a partir de 10/05/2011)</b>	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"		Não há regra	Quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Não há regra
<b>Composição do Conselho de Administração</b>	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos		Mínimo de 3 membros (conforme legislação)		
<b>Vedação à acumulação de cargos (a partir de 10/05/2011)</b>	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)			Não há regra	
<b>Obrigação do Conselho de Administração (a partir de 10/05/2011)</b>	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia		Não há regra		
<b>Demonstrações Financeiras</b>	Traduzidas para o inglês		Conforme legislação		
<b>Reunião pública anual</b>	Obrigatória			Facultativa	
<b>Calendário de eventos corporativos</b>	Obrigatório				Facultativo
<b>Divulgação adicional de informações (a partir de 10/05/2011)</b>	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta			Política de negociação de valores mobiliários	Não há regra
<b>Concessão de Tag Along</b>	100% para ações ON	100% para ações ON e PN (a partir de 10/5/2011)	80% para ações ON (conforme legislação)	100% para ações ON	80% para ações ON (conforme legislação)
<b>Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico</b>	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento		Conforme legislação	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento	Conforme legislação
<b>Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado</b>	Obrigatório		Facultativo	Obrigatório	Facultativo

Fonte: Adaptado de BM&amp;FBovespa (2014).

A BM&FBovespa também assume responsabilidades em relação as empresas e ao mercado a respeito da gestão dos segmentos. Entre as responsabilidades relacionadas ao Novo Mercado, as seguintes são citadas no folheto de divulgação (BM&FBOVESPA, 2011):

- a) identificação diferenciada dos códigos de negociação das companhias listadas;
- b) identificação diferenciada em todos os meios de difusão da Bolsa: painéis no Espaço BM&FBovespa, Boletim Diário de Informações (BDI) e Mega Bolsa;
- c) logotipo específico do segmento;
- d) divulgação, no site [www.bmfbovespa.com.br](http://www.bmfbovespa.com.br), de todas as informações enviadas pelas companhias à Bolsa;
- e) ampla divulgação, a investidores nacionais e estrangeiros, sobre a adesão das empresas ao Novo Mercado;
- f) participação das ações das empresas no Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC). As ações da carteira do IGC são ponderadas pela multiplicação de seu respectivo valor de mercado por um fator de governança que é crescente, conforme o segmento de listagem (no caso do Novo Mercado, esse fator multiplicador é 2).

O documento também menciona diversos benefícios e beneficiários do Novo Mercado:

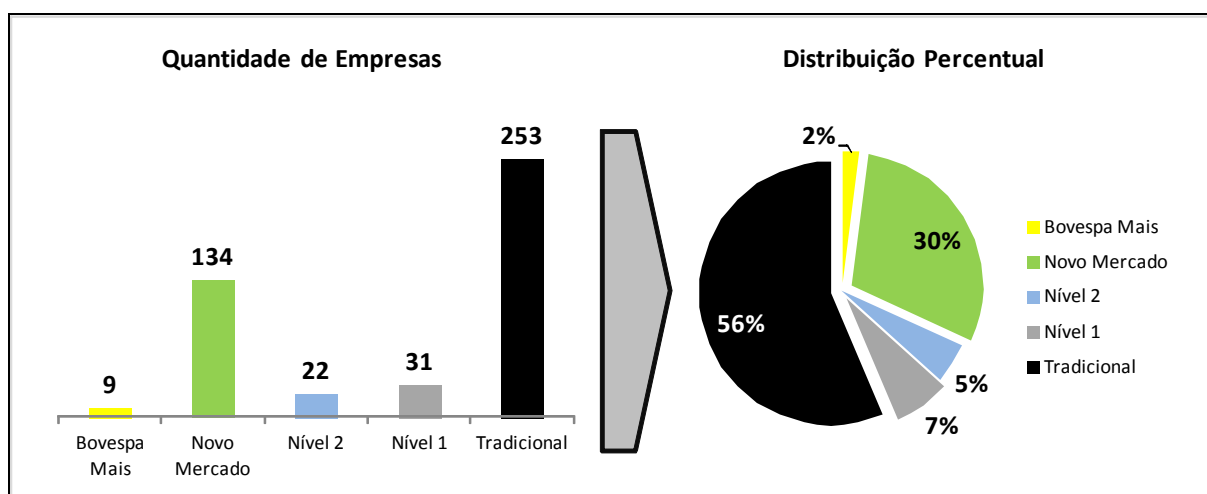
- a) para os **investidores**: maior precisão na precificação das ações, melhora no processo de acompanhamento e fiscalização, maior segurança quanto aos seus direitos societários, redução de risco;
- b) para as **empresas**: melhora da imagem institucional, maior demanda por suas ações, valorização das ações, menor custo de capital;
- c) para o **mercado acionário**: aumento de liquidez, aumento de emissões, canalização da poupança na capitalização das empresas;
- d) para o **Brasil**: empresas mais fortes e competitivas, dinamização da economia.

Quanto à adesão aos segmentos, no início de 2014, 44% das 459 empresas listadas na BM&FBovespa se encontravam em um dos segmentos especiais: 2% na Bovespa Mais, 30% no Novo Mercado, 5% no Nível 2, e 7% no Nível 1. As outras 253 empresas ainda

observavam os padrões de governança corporativa legalmente exigidos, ou seja, se encontravam no Mercado Tradicional.

O gráfico 2 mostra a quantidade de empresas participantes de cada segmento de listagem. Esses números mostram um avanço no desenvolvimento das práticas de governança corporativa no Brasil, e conseqüentemente na proteção dos interesses dos acionistas minoritários, entretanto, também evidenciam que há ainda muito a ser trabalhado nesse sentido.

**GRÁFICO 2 - DISTRIBUIÇÃO DAS EMPRESAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA DE ACORDO COM O SEGMENTO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA**



Fonte: Adaptado de BM&FBovespa (2013).

Segreti, Rodrigues e Peleias (2006) pesquisaram as razões que explicam o número relativamente pequeno de empresas que aderiram aos segmentos da BM&FBovespa. As respostas da pesquisa informam que a não adesão justifica-se pela redução do poder do grupo controlador e pela geração de custos implícitos relacionados à perda desse poder, ao pagamento de dividendos adicionais e a aceitação da adesão à Câmara de Arbitragem para solução de pendências.

Por outro lado, Carvalho (2002) estudou os efeitos da migração para os níveis de governança corporativa da BM&FBovespa e concluiu que esse movimento teve impacto sobre a valoração das ações, aumentou o volume de negociação e a liquidez e reduziu a exposição das empresas a fatores macroeconômicos.

Procianoy e Verdi (2009) estudaram o impacto da adesão aos segmentos de listagem da BM&FBovespa na liquidez das ações das empresas. Os resultados evidenciam que há

aumento da liquidez para os níveis 2 e Novo Mercado e permanência dos mesmos níveis de liquidez para o nível 1 de governança corporativa.

Martins, Silva e Nardi (2006) pesquisaram se a migração de empresas de capital aberto para os níveis de governança corporativa da BM&FBovespa causou aumento da liquidez das ações dessas empresas, concluindo que há impacto positivo para as empresas estudadas na amostra.

Rossoni e Guarido Filho (2011) analisaram como os segmentos de governança da BM&FBovespa condicionam a reputação das empresas brasileiras de capital aberto. Os resultados obtidos apontam que as empresas que fazem parte do Novo Mercado da BM&FBovespa, assim como do mercado americano por meio de *ADRs*, têm mais chances de serem citadas entre as mais admiradas.

## 2.6 GOVERNANÇA CORPORATIVA E CUSTO DE CAPITAL

O estudo da governança corporativa vem se desenvolvendo de forma acelerada nos últimos anos e sendo relacionado com as diversas áreas do conhecimento, sendo uma das principais a área de Finanças. O quadro 7 contempla pesquisas que estudaram a relação entre elementos da governança corporativa e custo de capital.

**QUADRO 7 – PESQUISAS SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA E CUSTO DE CAPITAL**

<b>Autor</b>	<b>Pesquisa</b>	<b>Resultados</b>
Botosan (1997)	Relação entre nível de <i>disclosure</i> e custo de capital.	Para as empresas com baixo acompanhamento de analistas, os resultados indicam que uma maior divulgação está associada a um menor custo de capital próprio.
Botosan e Plumlee (2001)	Associação entre custo esperado de capital próprio e três tipos de divulgação de informações (relatório anual, relatórios trimestrais ou outros e relatórios de relações com investidores).	Quando se considera o total de divulgações da empresa, maior divulgação é associada a um maior custo de capital próprio. Entretanto, nível de <i>disclosure</i> e custo de capital variam conforme o tipo de divulgação (a divulgação do relatório anual está associada a um menor custo de capital próprio e um maior nível das outras publicações está associado a um maior custo de capital próprio).
Hail (2002)	Analisar o efeito da política de divulgação voluntária de uma empresa em seu custo de capital em um ambiente suíço.	Associação negativa e altamente significativa entre o nível de divulgação e o custo de capital próprio.

continua

continuação

Autor	Pesquisa	Resultados
Chen, Chen e Wei (2003)	Analisar os efeitos de divulgação e de outros mecanismos de governança corporativa no custo de capital próprio em mercados emergentes da Ásia.	Divulgação e não divulgação de mecanismos de governança corporativa têm um efeito negativo significativo sobre o custo de capital próprio.
Ashbaugh, Collins e Lafond (2004)	Investigar a extensão em que os atributos de governança que são destinados a mitigar os problemas de agência afetam o custo de capital próprio das empresas.	Há associação significativa entre uma série de atributos de governança e o custo de capital próprio das empresas (maior nível de divulgação de informações e maior número de comitês de auditoria independentes implicam em menor custo de capital). Além disso, foi encontrada uma relação negativa entre o custo de capital e a independência do conselho de administração.
Alencar (2005)	Relação entre nível de <i>disclosure</i> e custo de capital de empresas brasileiras.	No mercado brasileiro o nível de <i>disclosure</i> não afeta o custo de capital.
Alencar e Lopes (2005)	Investiga se o nível de <i>disclosure</i> influencia o custo do capital para as empresas negociadas no mercado brasileiro.	No mercado brasileiro o nível de <i>disclosure</i> não afeta o custo de capital.
Nakamura et al. (2006)	Associação existente entre <i>disclosure</i> e custo de capital próprio das companhias abertas brasileiras.	O modelo escolhido para cálculo do custo de capital interfere nos resultados obtidos nos testes empíricos, e que a variável <i>disclosure</i> pode se apresentar significativa em um modelo e não significativa em outro.
Mazer (2007)	Relação entre nível de <i>disclosure</i> e custo de capital de empresas brasileiras.	Os resultados não permitem afirmar que um maior grau de transparência implica em uma redução significativa do custo de capital das empresas brasileiras.
Alencar (2007)	Relação entre <i>disclosure</i> e custo de capital próprio no Brasil.	Foi verificada relação negativa e estatisticamente significativa entre custo de capital e <i>disclosure</i> para todas as empresas.
Lambert, Leuz e Verrecchia (2007)	Examinar se e como as informações contábeis sobre a empresa manifestam-se em seu custo de capital, apesar das forças da diversificação.	A qualidade da informação contábil pode influenciar o custo do capital, tanto direta como indiretamente. Esse efeito pode ocorrer em qualquer direção, mas também pode derivar condições sob as quais um aumento na qualidade da informação leva a um declínio do custo de capital.
Rogers, Securato e Ribeiro (2008)	Verificar se empresas que adotam melhores práticas de governança corporativa possuem menor custo de capital e maior retorno do investimento.	O custo de capital e o retorno do investimento são menores para empresas com práticas de governança corporativa superiores.
Alencar e Lopes (2008)	Relação entre divulgação de informações e custo de capital para empresas brasileiras listadas em Bolsa.	O <i>disclosure</i> é fortemente associado com custo capital próprio <i>ex ante</i> para empresas brasileiras.

conclusão

Autor	Pesquisa	Resultados
Salmasi e Martelanc (2009)	Relação entre boas práticas de governança corporativa e o custo de capital próprio em empresas brasileiras de capital aberto.	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 da BM&FBovespa.
Lima et al. (2010)	Associação entre a adoção dos dispositivos de convergência contábil no Brasil e o custo de capital próprio das companhias.	As evidências apontam não haver relação entre o custo de capital e a extensão de divulgação das práticas de convergência das companhias.
Rover (2012)	Relação entre o <i>disclosure</i> voluntário socioambiental e o custo de capital próprio de companhias abertas no Brasil.	Os resultados alcançados, no geral, indicam que o <i>disclosure</i> socioambiental impacta de maneira marginal o custo de capital próprio das empresas brasileiras, uma vez que sua influência pode ser verificada apenas com a divulgação do Relatório de Sustentabilidade elaborado de acordo com as diretrizes GRI e com o <i>disclosure</i> socioambiental desfavorável.

Fonte: Elaboração Própria

Observa-se nos trabalhos um destaque para o elemento *disclosure* no estudo da relação com o custo de capital, certamente em razão de contemplar, de certa forma, os demais elementos da governança corporativa, como a composição e qualificação do conselho de administração, a separação entre proprietários e gestores, os diversos comitês existentes na empresa, os níveis de proteção aos acionistas minoritários, entre outros. Idealmente todos esses elementos devem ser informados ao mercado através dos diversos meios de comunicação utilizados pelas empresas.

A maioria dos trabalhos também encontrou uma relação negativa entre *disclosure* e custo de capital.

## 2.7 CUSTO DE CAPITAL

### 2.7.1 ASPECTOS INTRODUTÓRIOS

As empresas necessitam de recursos para financiar seus negócios e esses recursos possuem basicamente duas fontes: recursos próprios e recursos provenientes de terceiros, ambos com custos associados. O custo de capital de terceiros é a taxa de juros paga pelas operações de crédito e financiamento realizadas pela empresa e declaradas em seu passivo, já o custo de capital próprio pode ser interpretado como a taxa de retorno esperada ou exigida pelos investidores das ações da empresa.

Sobre o termo “custo de capital”, Assaf Neto, Lima e Araújo (2008) afirmam:

O termo custo de capital é muitas vezes expresso, de diferentes formas, como sendo a taxa mínima de atratividade, taxa de retorno requerida (mínima exigida), custo total de capital, taxa de desconto apropriada, entre outras. De alguma forma, essas expressões refletem a função primordial discutida do custo de capital, ou seja, serve de padrão para avaliar a aceitabilidade de uma decisão financeira. (ASSAF NETO; LIMA; ARAÚJO, 2008, p.73).

De acordo com Weston e Brigham (2000) o custo de capital é um elemento utilizado na elaboração do orçamento de capital da empresa, é fundamental em decisões sobre arrendamento ou compra, em decisões sobre recuperação de títulos e sobre o uso de dívida *versus* capital próprio para o financiamento das atividades da empresa. Adiciona-se a isso a utilização do custo de capital como a taxa de desconto a ser utilizada na avaliação de projetos de risco da empresa.

Hou, Van Dijk e Zhang (2012, p.1) argumentam que estimar o custo do capital próprio é essencial para estudar a relação entre as características do nível de risco da empresa e os retornos esperados – um tema central em finanças e em pesquisas de mercado de capitais em contabilidade. Retornos esperados também desempenham um papel fundamental na avaliação da empresa, no orçamento de capital e em outras definições de finanças corporativas, e são importantes para as práticas de gestão de investimentos, como a alocação de portfólio, avaliação de desempenho, controle ativo de riscos e análise de estilo.

De forma geral, o custo de capital próprio está relacionado às expectativas dos investidores, e de acordo com Pratt e Grabowski (2008), essas expectativas possuem dois elementos: uma taxa livre de risco (constituída por uma expectativa de inflação e um retorno real) e um dado risco ou incerteza sobre o recebimento dos fluxos de caixa ou rendimentos econômicos.

Ainda segundo Pratt e Grabowski (2008), o mercado tende a formar um consenso a respeito de um investimento em particular ou uma categoria de investimentos. Esse consenso do mercado envolve uma série de analistas e análises de fatores micro e macroeconômicos e acaba por determinar o custo de capital para investimentos de diferentes níveis de risco.

Assim, percebe-se que o conceito de custo de capital de uma empresa está muito mais associado ao mercado, suas análises e expectativas do que em relação aos valores e informações registrados na contabilidade dessa empresa.

Pratt e Grabowski (2008, p. 7) também resumem e especificam algumas características fundamentais do custo de capital próprio:



- a) é dirigido pelo mercado, ou seja, é a taxa de retorno que o mercado exige para aportar capital em uma empresa ou projeto;
- b) é uma função do investimento e não de um investidor;
- c) é baseado em retornos esperados para o futuro, e a utilização dos retornos passados serve apenas como mais uma informação sobre o que se pode esperar do futuro;
- d) é baseado no valor de mercado dos ativos e não em seu valor contábil;
- e) é normalmente medido em termos nominais, ou seja, inclui a inflação esperada;
- f) é a ligação, chamada de taxa de desconto, que iguala os retornos futuros esperados para a vida do investimento com o valor presente do investimento em uma determinada data.

Como informado anteriormente, o financiamento das atividades de uma empresa provém de recursos de terceiros ou credores, e de recursos próprios ou de seus acionistas. O resultado da ponderação dessas duas fontes constitui-se em seu custo ponderado de capital, geralmente conhecido na literatura como WACC - *weighted average cost of capital*.

O custo do capital de terceiros ou custo da dívida é igual a taxa de juros sobre a dívida menos a economia fiscal resultante das operações em razão dos juros serem dedutíveis do imposto de renda da empresa. Sua apuração é obtida através da seguinte equação:

$$K_d = (1 - T) \quad (1)$$

Em que:

$K_d$  = taxa de juros sobre as dívidas da empresa

$T$  = alíquota do imposto de renda da empresa

Já o custo de capital próprio, de acordo com Martins et al. (2006), não é observável, pois quanto maior a pulverização das ações de uma empresa, assim como as perspectivas de novos investidores, mais difícil é identificar o retorno esperado ou requerido por esses investidores.

De qualquer forma, o WACC, assim denominado, pode ser obtido basicamente através da seguinte equação:

$$WACC = (K_e \times WPL) + [(k_d \times (1 - T) \times WP)] \quad (2)$$

Em que:

$K_e$  = custo do capital próprio

$WLP$  = proporção do capital próprio ( $PL/[P + PL]$ )

$K_d$  = custo do capital de terceiros

$WP$  = proporção do capital de terceiros ( $P/[P + PL]$ )

$P$  = passivo oneroso

$PL$  = patrimônio líquido

A primeira parte da equação, ou seja, a que revela o custo de capital próprio, não é observável, por isso deve ser estimada, o que tem ocorrido através de modelos que carregam consigo determinados pressupostos em maior ou menor grau.

Os principais modelos encontrados na literatura sobre estimação de custo de capital próprio são: 1) Modelo de Gordon, 2) *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), 3) *Arbitrage Pricing Model* (APM), 4) Modelo de Três Fatores de Fama e French, 5) Modelo de Ohlson-Juettner – OJ, detalhados a seguir.

### 2.7.2 MODELO DE GORDON

O Modelo de Gordon (1962) ou Modelo de Crescimento Constante é a forma mais simples de avaliar o patrimônio de uma empresa, pois considera que o valor de uma ação é o valor presente de seus dividendos esperados no futuro.

Em sua forma mais simples, o modelo é definido através da equação (3) que estabelece que o preço de uma ação é o valor da somatória de seus dividendos futuros trazidos à valor presente por uma taxa de desconto que representa seu custo de capital próprio.

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{dps_t}{(1+r)^t} \quad (3)$$

Em que:

$P_0$  : preço da ação na data atual

$dps_t$  : dividendo esperado por ação na data  $t$

$r$  : custo de capital próprio

Admitindo que os dividendos cresçam a uma taxa percentual  $g$  constante, tem-se:

$$dps_2 = dps_1 \times (1+g)$$

$$dps_3 = dps_2 \times (1+g) = dps_1 \times (1+g)^2 \quad (4)$$

$$dps_4 = dps_3 \times (1+g) = dps_1 \times (1+g)^3$$

O que gera a seguinte progressão geométrica:

$$P_0 = \frac{dps_1}{(1+r)^1} + \frac{dps_1 \times (1+g)^1}{(1+r)^2} + \frac{dps_1 \times (1+g)^2}{(1+r)^3} + \dots \quad (5)$$

$$P_0 = \frac{dps_1}{(1+r)^1} \times \left[ 1 + \frac{(1+g)}{(1+r)} + \frac{(1+g)^2}{(1+r)^2} + \dots \right]$$

Esta expressão é a soma dos termos de uma progressão geométrica cujo primeiro termo ( $a_1$ ) é igual a 1 e a razão pode ser representada pela expressão:

$$q = \frac{1+g}{1+r} \quad (6)$$

A soma dos termos de uma progressão geométrica de infinitos termos, onde a razão está entre 0 e 1 é dada por:

$$S = \frac{a_1}{1-q} \quad (7)$$

Substituindo os elementos da equação (6) na equação (7), tem-se:

$$S = \frac{1}{1 - \frac{1+g}{1+r}} = \frac{1+r}{r-g} \quad (8)$$

Substituindo a equação (8) na equação (5), tem-se:

$$P_0 = \frac{dps_1}{(1+r)^1} \times \left[ \frac{1+r}{r-g} \right] \quad (9)$$

$$P_0 = \frac{dps_1}{(r-g)}$$

Finalmente, através de uma álgebra simples, chega-se a expressão para calcular o custo de capital próprio:

$$r = \frac{dps_1}{P_0} + g \quad (10)$$

Segundo Martins et al. (2006) em 1993 Gordon propôs a substituição do crescimento esperado dos dividendos pelo crescimento esperado dos lucros. Posteriormente, Gordon e Gordon (1997) desenvolveram uma nova abordagem com um número finito de períodos em que o crescimento pode ser anormal, depois do qual se assume que o acionista se contentaria em receber o equivalente ao retorno sobre o patrimônio.

Desse desenvolvimento, surge a seguinte equação:

$$P_0 = \sum_{t=1}^T \frac{dps_t}{(1+r)^t} + \frac{eps_{t+1}}{r(1+r)^{t+1}} \quad (11)$$

Em que:

$t$ : número esperado de períodos com crescimento anormal

$eps_{t+1}$ : lucro por ação no período  $(t+1)$  quando o lucro passa a ter um crescimento normal.

Quanto ao valor de  $t$ , Gordon e Gordon (1997) sustentam que os analistas de mercado não preveem ganhos acima de cinco anos, o que sugere que qualquer consenso de opinião entre os investidores provavelmente se deteriora rapidamente após cinco anos. Diante disso, afirmam que um valor entre 5 e 10 seria razoável para  $t$ .

### 2.7.3 CAPITAL ASSET PRICING MODEL – CAPM

O CAPM foi criado em meados da década de 60 pelos economistas William Sharpe, John Lintner e Jack Treynor e estabelece que em um mercado competitivo, o prêmio de risco

esperado varia proporcionalmente ao beta. Em acréscimo a isso, pode-se afirmar que a taxa de retorno de uma ação é dada pela taxa de retorno isenta de risco acrescida por um prêmio pelo risco assumido pelo investidor.

O CAPM possui forte ligação com a teoria de diversificação de carteiras de Markowitz (1952), que assume algumas premissas, tais como:

- a) os investidores avaliariam portfólios apenas com base no valor esperado e na variância (ou o desvio padrão) das taxas de retorno sobre o horizonte de um período;
- b) os investidores nunca estariam satisfeitos, quando postos a escolher entre dois portfólios de mesmo risco, sempre escolheriam o de maior retorno;
- c) os investidores seriam avessos ao risco, quando postos a escolher entre dois portfólios de mesmo retorno, sempre escolheriam o de menor risco;
- d) os ativos individuais seriam infinitamente divisíveis, significando que um investidor poderia comprar a fração de ação, se assim o desejasse;
- e) existiria uma taxa livre de risco, na qual um investidor poderia, tanto emprestar, quanto tomar emprestado;
- f) custos de transação e impostos seriam irrelevantes;
- g) os investidores estariam de acordo quanto à distribuição de probabilidades das taxas de retorno dos ativos, o que asseguraria a existência de um único conjunto de carteiras eficientes.

Ross, Westerfield e Jaffe (2010) elencam alguns elementos do modelo CAPM: retorno esperado de uma carteira é dado pela média ponderada dos retornos esperados dos títulos que a compõem, o risco de uma carteira é dado pela sua variância, que depende das variâncias dos retornos dos títulos individuais e da covariância entre os retornos desses títulos (nesse item observa-se o efeito da diversificação na diminuição dos riscos), o risco de uma carteira é composto de duas partes, a parte conhecida por risco sistemático ou risco de mercado, e a parte conhecida como risco diversificável, específico ou não sistemático, que é o risco que pode ser diminuído ou eliminado através da diversificação, e o beta de uma carteira mede sua sensibilidade em relação aos movimentos da carteira de mercado e é medido pela covariância entre a variação do preço do ativo ou da carteira de ativos em relação à variação média de preços de todos os ativos ou da carteira de mercado.

A taxa livre de risco ( $R_f$ ), segundo Assaf Neto, Lima e Araujo (2008, p.76) “deve expressar o correto cumprimento da obrigação de pagamento, por parte do devedor, do principal e dos encargos financeiros, em conformidade com seus respectivos vencimentos”.

Os autores informam que geralmente se utilizam títulos de emissão pública como ativos livres de risco, porém, esse tipo de procedimento se constitui em um problema quando aplicado a mercados emergentes como o brasileiro.

Assaf Neto, Lima e Araujo (2008) argumentam que

[...] a taxa livre de risco utilizada no cálculo do custo de oportunidade do capital próprio é mais bem mensurada tendo-se como referência as taxas de juros pagas pelos melhores títulos de dívida do mundo. Nesse benchmark, destacam-se os papéis emitidos pelo Tesouro do Governo dos Estados Unidos, considerados como de risco zero (ASSAF NETO; LIMA; ARAUJO, 2008, p.77).

Além disso, para o componente taxa de mercado ( $RM$ ), Martins et al. (2006) e Assaf Neto, Lima e Araujo (2008) utilizam o índice *Standard & Poors 500* (S&P 500), correspondente à ponderação das 500 ações mais negociadas na Bolsa de Nova Iorque (NYSE). Esses últimos sugerem para o mercado brasileiro o acréscimo de uma medida do risco-país, mais especificamente o *capitalization bond (C-Bond)* transacionado livremente no mercado internacional e admitido como o título de maior liquidez e maturidade.

Já o beta de um título ou carteira pode ser obtido por meio de uma regressão linear entre os retornos dos títulos e os retornos da carteira de mercado. O coeficiente angular da reta de regressão representa o beta do título ou carteira.

Seu valor também pode ser obtido através da seguinte equação:

$$\beta = \frac{Cov(R_i, RM)}{\sigma^2(RM)} \quad (12)$$

Em que:

$R_i$ : representa o ativo ou carteira de ativos

$\sigma^2(RM)$ : variância da carteira de mercado

Para estimar o custo de capital próprio, o CAPM estabelece que o custo desse capital corresponde à taxa de retorno exigida pelos investidores como compensação ou prêmio pelo risco ao qual estão expostos.

A equação que estabelece a taxa de retorno exigida ou o custo de capital próprio de acordo com o CAPM é a seguinte:

$$r = RF + \beta \times (RM - RF) \quad (13)$$

Em que:

$r$ : retorno esperado ou custo de capital do ativo ou carteira

$RF$ : taxa de retorno do ativo livre de risco

$\beta$ : coeficiente beta do ativo ou carteira

$RM$ : taxa de retorno da carteira de mercado

#### 2.7.4 ARBITRAGE PRICING MODEL – APM

O APM foi criado nos anos 70 por Stephen A. Ross como uma alternativa ao CAPM. Segundo Brealey, Myers e Allen (2008), o APM parte do princípio de que o retorno de uma ação depende de diversos elementos, alguns relacionados ao mercado de forma geral – fatores macroeconômicos – e outros específicos da empresa avaliada.

Ross, Westerfield e Jaffe (2010) representam de forma geral o retorno de uma ação de acordo com o APM:

$$R = \bar{R} + U \quad (14)$$

Em que:

$R$ : retorno total efetivo no mês

$\bar{R}$ : parcela esperada do retorno

$U$ : parcela inesperada do retorno

O risco de uma ação é definido por Ross, Westerfield e Jaffe (2010) da seguinte forma:

- Um risco sistemático é qualquer risco que afeta um grande número de ativos, cada um com maior ou menor intensidade.

- Um risco não sistemático é um risco que afeta especificamente um único ativo ou um pequeno grupo de ativos. (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2010, p.242).

Diante dessas definições a equação (14) pode ser reescrita da seguinte forma:

$$R = \bar{R} + m + \varepsilon \quad (15)$$

Em que:

$R$ : retorno total efetivo no mês

$\bar{R}$ : parcela esperada do retorno

$m$ : risco sistemático ou risco de mercado

$\varepsilon$ : risco não sistemático ou específico de uma ação

O risco sistemático da ação é medido pelo beta, que evidencia a sensibilidade do retorno da ação a um determinado risco sistemático, porém, diferentemente do beta do modelo CAPM, que mede a sensibilidade de uma ação em relação a carteira de mercado, o modelo APM estabelece vários tipos de riscos sistemáticos, cada um deles indicado por um beta.

O modelo APM também não define quais e quantos são os fatores de risco sistemático, assim, uma representação formal do modelo com  $k$  fatores é dada pela seguinte expressão:

$$R = \bar{R} + [\beta_1 \times F_1] + [\beta_2 \times F_2] + \dots + [\beta_k \times F_k] + \varepsilon \quad (16)$$

Em que:

$R$ : retorno total efetivo no mês

$\bar{R}$ : parcela esperada do retorno

$\beta$ : coeficiente que determina a reação da taxa de retorno para cada risco sistemático

$\varepsilon$ : risco não sistemático ou específico de uma ação

Segundo Brealey, Myers e Allen (2008) o modelo APM estabelece que o prêmio de risco de uma ação deveria depender do prêmio de risco associado a cada fator determinado e da sensibilidade da ação a cada um dos fatores. Dessa forma, o prêmio pelo risco esperado de um investimento pode ser expresso pela seguinte equação:



$$PRE = r - rf$$

$$PRE = \beta_1 \times [r_{fator1} - rf] + \beta_2 \times [r_{fator2} - rf] + \dots + \beta_k \times [r_{fatork} - rf] \quad (17)$$

Em que:

*PRE* : prêmio de risco esperado do investimento

$\beta$  : coeficiente que determina a reação da taxa de retorno para cada risco sistemático

*rf* : retorno do ativo livre de risco

Segundo Martins et al. (2006) para se chegar ao custo de capital próprio, o prêmio de risco esperado do investimento deve ser somado a um ativo livre de risco, chegando-se, portanto, a seguinte equação:

$$\text{Custo de Capital Próprio} = \text{Prêmio pelo risco da ação} + rf \quad (18)$$

De acordo com Brealey, Myers e Allen (2008) para que o APM proporcione bons resultados, faz-se necessário que três condições sejam cumpridas: 1) identificação de uma lista razoavelmente pequena de fatores macroeconômicos; 2) medição adequada do prêmio de risco de cada fator; 3) medição da sensibilidade de cada ação a esses fatores.

#### 2.7.5 MODELO DE TRÊS FATORES DE FAMA E FRENCH

Uma crítica geralmente feita ao APM de Ross diz respeito a indefinição quanto a quais fatores utilizar em um modelo que tenha como objetivo explicar o retorno de uma ação. Diante disso Fama e French (1993) propuseram um modelo que utiliza três fatores. Esse modelo ficou conhecido com o “Modelo de Três Fatores de Fama e French”.

Os fatores utilizados por Fama e French são o tamanho da empresa (a diferença entre o retorno sobre pequenas e grandes empresas - fator tamanho = *SMB*, conhecido por *small minus big*), o índice de valor de mercado-valor contábil (diferença entre o retorno de empresas com alto índice e empresas com baixo índice valor de mercado-valor contábil - fator relação valor contábil / valor de mercado = *HML*, conhecido por *high minus low*) e um índice de mercado (a diferença entre o retorno da carteira ou ação e o retorno de mercado, ou seja, o excesso sobre o retorno de mercado).

Dessa forma, o modelo pode ser expresso pela seguinte equação:

$$E(R) - R_f = \alpha + \beta_1 \times E(MRP) + \beta_2 \times E(SMB) + \beta_3 \times E(HML) + \varepsilon \quad (19)$$

Em que:

$E(R)$ : retorno esperado da carteira

$E(MRP)$ : fator índice de mercado ou prêmio de mercado

$E(SMB)$ : fator índice de tamanho ou prêmio de tamanho

$E(HML)$ : fator índice de valor mercado-valor contábil

$\varepsilon$ : resíduo do modelo

Rogers e Securato (2009, p. 165) assinalam que “esse modelo peca pela falta de fundamentação teórica que apoie a utilização dos fatores” e, segundo Bodie, Kane e Marcus (2010), o modelo de três fatores é justificado sob bases empíricas.

Bornholt (2007) faz duas observações críticas a respeito do modelo de Fama e French: primeiramente, o método utilizado para construir os fatores “tamanho” e “*book-to-market*” (valor de mercado-valor contábil) é empiricamente orientado e parece *ad-hoc* (construído “para esta finalidade”). Consequentemente, o modelo carece de uma base teórica forte. Em segundo lugar, seu apelo prático é limitado pela necessidade de encontrar estimativas confiáveis das sensibilidades e prêmios dos fatores de risco.

Rogers e Securato (2009) testaram a aplicabilidade do modelo de três fatores de Fama e French no mercado brasileiro e concluíram que um modelo de dois fatores (um fator que capta o excesso de retorno do mercado e outro que capta o efeito tamanho da firma) se ajusta melhor aos dados do mercado no Brasil.

Rayes, Araujo e Barbedo (2012) testaram a validade do modelo de Fama e French no mercado acionário brasileiro para verificar se os fatores MRP, SMB e HML ainda explicam os retornos das ações no Brasil. Os resultados mostraram que os dois últimos fatores não foram significativos, o que também pode ter relação com características específicas do mercado brasileiro.

Argolo, Leal e Almeida (2012) testaram a validade do modelo de três fatores para determinar o custo do capital acionário de empresas brasileiras. Os autores comentam que o uso desse modelo no Brasil apresenta alguns desafios: 1) não existem muitas ações com liquidez no mercado, o que dificulta a formação de carteiras diversificadas para a construção

dos fatores do modelo, 2) pode ser que não haja um histórico suficientemente longo para se obter estimativas históricas confiáveis em função do regime de inflação muito alta anterior a 1994. A conclusão final do trabalho é assim relatada pelos autores: “não constatamos vantagens no uso do modelo de Fama e French (1993) para estimar o custo de capital acionário no Brasil, apesar de ele aumentar o poder explicativo do CAPM clássico”.

Fama e French (1997) concluem que a utilização do CAPM e do Modelo de Três Fatores para estimar o custo de capital próprio acarreta estimativas notoriamente imprecisas.

#### 2.7.6 MODELO DE OHLSON-JUETTNER – OJ

Também conhecido como Modelo OJ, o Modelo de Ohlson e Juettner-Nauroth foi desenvolvido em 2005 como uma evolução do modelo anterior de Ohlson (1995). Diferentemente do modelo de Ohlson (1995), que se baseava nos lucros residuais (*Residual Income Value - RIV*), o Modelo OJ se baseia no crescimento anormal dos lucros (*Abnormal Earnings Growth - AEG*) para a avaliação do valor das ações de uma empresa.

O foco do Modelo OJ encontra-se na expectativa dos *earning per share* (EPS) futuros e pode ser observado através da seguinte equação:

$$P_0 = \frac{eps_1}{r} + \sum_{t=1}^{\infty} R^{t-1} (Z_t) \quad (20)$$

Em que:

$P_0$  : preço da ação na data  $t = 0$  (data atual)

$eps_1$  : lucro esperado por ação na data  $t = 1$

$r$  : custo de capital próprio

$R$ :  $(1+r)$

$Z_t$  : é obtido através de uma equação secundária

$$Z_t = \frac{1}{r} [eps_{t+1} + rdps_t - Reps_t] \quad t = 1, 2 \dots \quad (21)$$

Em que:

$eps_{t+1}$  : lucro esperado por ação na data  $t + 1$

$dps_t$  : dividendo esperado por ação na data  $t$

Ohlson e Juettner-Nauroth (2005, p. 7) informam que a equação (20) demonstra que o valor presente da sequência  $Z_t$  representa o prêmio de avaliação (isso pode ser visto facilmente através de uma álgebra simples, ou seja,  $P_0 - [eps/r]$ ).

Os autores acrescentam que  $Z_t$  também pode ser visto como medida do desempenho esperado para o período  $(t, t + 1)$ .

No desenvolvimento do trabalho, Ohlson e Juettner-Nauroth (2005) chegam a um modelo para representar o custo de capital:

$$r = A + \sqrt{A^2 + \frac{eps_1}{P_0} \times \left( \frac{\Delta eps_2}{eps_1} - (\gamma - 1) \right)} \quad (22)$$

Em que :

$$A = \frac{1}{2} \left( \gamma - 1 + \frac{dps_1}{P_0} \right) \quad (23)$$

Assim, chega-se a expressão final:

$$r = \frac{1}{2} \left( \gamma - 1 + \frac{dps_1}{P_0} \right) + \sqrt{\left[ \frac{1}{2} \left( \gamma - 1 + \frac{dps_1}{P_0} \right) \right]^2 + \frac{eps_1}{P_0} \times \left( \frac{\Delta eps_2}{eps_1} - (\gamma - 1) \right)} \quad (24)$$

O parâmetro  $\gamma$  é dado pela expressão:  $Z_{t+1} = \gamma Z_t$  ou  $\gamma = \frac{Z_{t+1}}{Z_t}$

Martins et al. (2006, p. 144) comenta que “apesar da equação mostrar-se complexa, esta depende apenas das variáveis: preço atual, dividendo por ação esperado ao final do período 1, lucro por ação esperado ao final do período 1, do crescimento esperado do lucro do período 1 em relação ao lucro do período 2 e do parâmetro  $\gamma$ ”.

Calijuri, Bispo e Junqueira (2005, p.8) aplicaram o Modelo OJ em três empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo que dispunham de todos os dados necessários para a utilização do modelo. Segundo os autores, a “aplicação do modelo depende principalmente da definição dos elementos componentes da fórmula e como quantificá-los.” Esses autores utilizaram a taxa de 6% para o parâmetro  $\gamma$ , que determina a extensão da expectativa futura

do crescimento do *eps* para o primeiro período de *eps*. Para determinação do custo de capital próprio,  $r$ , Ohlson e Juettner-Nauroth (2005), recomendam aplicar a fórmula abaixo:

$$r = \frac{\gamma - 1}{2} + \sqrt{\left(\frac{\gamma - 1}{2}\right)^2 + \frac{eps_1}{P_0} \times (g_2 - (\gamma - 1))} \quad (25)$$

Em que:

$\gamma = 1 + g$  = taxa de crescimento perpétuo da empresa (segundo Ohlson e Juettner-Nauroth (2005), essa taxa deve representar a taxa de crescimento da economia no longo prazo)

$$g_2 = \left( \frac{eps_{t+2} - eps_{t+1}}{eps_{t+1}} \right)$$

$eps_1$  : lucro esperado por ação na data  $t$

$P_0$  : preço da ação na data  $t = 0$  (data atual)

$r$  : custo de capital próprio

Tendo testado o Modelo OJ para três companhias listadas na BM&FBovespa, Calijuri, Bispo e Junqueira (2005) estabeleceram algumas conclusões quanto a utilização do modelo:

- a) a aplicação do modelo OJ é relativamente fácil;
- b) sua utilização é baseada nas previsões dos analistas financeiros e esses dados não estão disponíveis a todos os interessados com um baixo custo;
- c) nem todas as ações de empresas podem ser avaliadas pelo modelo.

### 2.7.7 VANTAGENS, DESVANTAGENS E UTILIZAÇÃO DOS MODELOS DE ESTIMAÇÃO DE CUSTO DE CAPITAL

Cada modelo carrega consigo alguns pressupostos e pode ser mais ou menos aplicado em cada contexto, assim como, possui vantagens e desvantagens entre si. O quadro 8 adiciona algumas informações sobre os métodos estudados e apresenta um resumo das vantagens e desvantagens de cada um deles.

**QUADRO 8 – VANTAGENS E DESVANTAGENS DOS MÉTODOS DE ESTIMAÇÃO DE CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO**

Modelo	Vantagens	Desvantagens
<b>Modelo de Gordon</b>	1. Facilidade de entendimento e implementação (modelo simples).	<p>1. Premissa de uma taxa de crescimento de dividendos fixa (modelo simples) tem pouca correspondência na prática (BOTOSAN; PLUMLEE, 2000, p.13) e pode levar a uma superavaliação para empresas com elevadas taxas de crescimento no presente (BREALEY; MYERS; ALLEN (2008, p. 62).</p> <p>2. Premissa de que a expectativa de retorno dos acionistas após o período de crescimento anormal (modelo estendido) será sempre equivalente ao retorno, e sobre o patrimônio também nem sempre se verifica na prática (BOTOSAN; PLUMLEE, 2000, p.13).</p> <p>3. Hipóteses bastante simplificadas com relação ao comportamento futuro das empresas (MARTINS, 2001, p.212).</p> <p>4. Como este modelo (ampliado) foi desenvolvido de forma <i>ex post</i>, sem formulação analítica e sem resposta fechada, deve-se resolver por método numérico (BOTOSAN; PLUMLEE, 2000, p.13).</p>
<b>Capital Asset Pricing Model – CAPM</b>	<p>1. Modelo mais difundido no mercado.</p> <p>2. Tem forte fundamentação econômica.</p>	<p>1. De acordo com Roll (1977), há incapacidade no modelo de ser testado empiricamente, pois não é possível o conhecimento do retorno esperado da carteira de mercado, que deve representar todos ativos da economia. Schor, Bonomo e Pereira (2004, p.55) argumentam sobre a “impossibilidade de se observar o portfólio de mercado e a crítica de que a real hipótese verificada nos testes propostos para o CAPM não é a hipótese de Sharpe”.</p> <p>2. Subjetividade na estimação do retorno esperado da carteira de mercado.</p> <p>3. A premissa de mercado eficiente, hoje, bastante criticada.</p>
<b>Arbitrage Pricing Model – APM</b>	<p>1. Adição de mais fatores que influenciam o retorno dos ativos que o CAPM.</p> <p>2. Intuição do modelo semelhante à do CAPM.</p> <p>3. Não necessita de hipóteses sobre a distribuição dos retornos dos ativos nem sobre a estrutura de preferências dos indivíduos (SCHOR; BONOMO; PEREIRA, 2004).</p>	<p>1. Não existe uma teoria econômica que diga quais fatores podemos correlacionar na equação observada e verificarmos que aquela equação realmente identifica os fatores desejáveis.</p>

continua

conclusão

Modelo	Vantagens	Desvantagens
<b>Modelo de Três Fatores de Fama e French</b>	1. Segundo Bodie, Kane e Marcus (2010), o modelo de três fatores é justificado sob bases empíricas.	1. Conforme Bornholt (2007, p.2), o método utilizado para construir os fatores “tamanho” e “ <i>book-to-market</i> ” (valor de mercado-valor contábil) é empiricamente orientado e parece <i>ad-hoc</i> (construído “para esta finalidade”), consequentemente, o modelo carece de uma base teórica forte. Em segundo lugar, seu apelo prático é limitado pela necessidade de encontrar estimativas confiáveis das sensibilidades e prêmios dos fatores de risco.
<b>Modelo de Ohlson-Juettner – OJ</b>	1. Desenvolvimento analítico do modelo (OHLSON; JUETTNER-NAUROTH, 2005). 2. Depende de menos premissas em relação a outros modelos. 3. Utiliza variáveis contábeis em sua formulação (LOPES; MARTINS, 2006).	1. Depende das expectativas, e para isso utiliza como <i>proxy</i> as projeções dos analistas do mercado. 2. Por utilizar projeções de analistas, que são comprovadamente otimistas, pode-se ter um viés no resultado encontrado.

Fonte: Adaptado de Martins et al. (2006), Bornholt (2007) e Bodie, Kane e Marcus (2010).

Em relação à utilização dos modelos pelas empresas, Graham e Harvey (2001) elaboraram uma pesquisa com 392 CFO's de empresas norte americanas. O objetivo foi avaliar a atual prática das finanças corporativas pelas empresas. Para isso, os temas pesquisados foram o *orçamento de capital*, *custo de capital* e *estrutura de capital* das diversas companhias que retornaram os questionários da pesquisa. A pesquisa foi formatada de tal forma a obter o máximo de participação possível e possibilitar um maior aprofundamento da relação entre teoria e prática dos itens pesquisados e assim possibilitar uma investigação mais profunda das teorias de finanças corporativas e em relação aos resultados, destacam-se:

- a) a Taxa Interna de Retorno (TIR) como o principal método para avaliação de projetos, seguida pelo VPL;
- b) o CAPM como método mais popular para estimar o custo de capital, seguido pelo método dos retornos médios e um CAPM multibeta;
- c) na questão da estrutura de capital, destacam-se os critérios informais, tais como flexibilidade financeira e avaliações de crédito, assim como grau de desvalorização de ações, como um item importante para a decisão de emissão de ações.

Posteriormente, Benetti, Decourt e Terra (2007, p.32) reproduziram a pesquisa de Graham e Harvey (2001) no Brasil, obtendo os seguintes resultados:

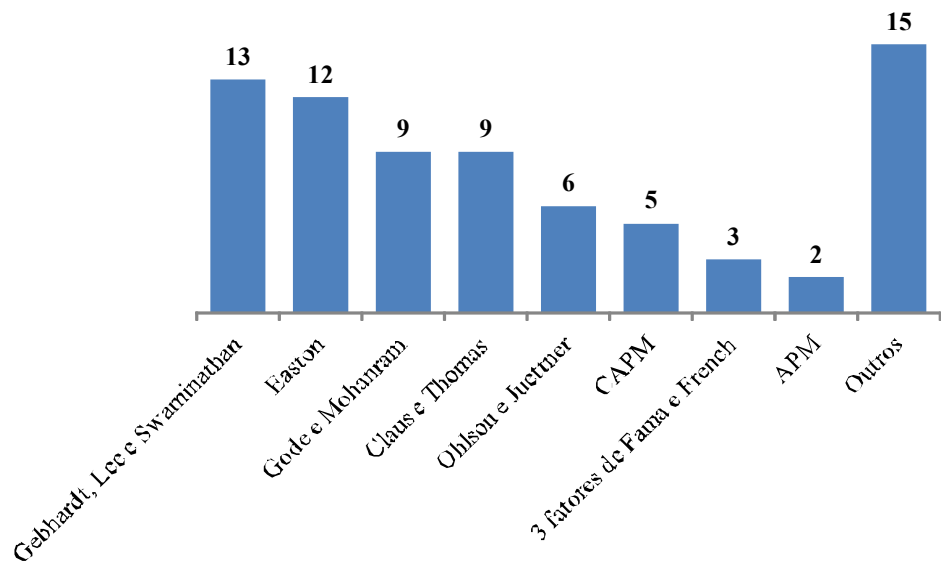
- a) em relação às técnicas empregadas nas decisões de investimento, os CFO's norte americanos utilizam com mais frequência a tradicional TIR e o VPL, enquanto no Brasil os CFO's favorecem os critérios baseados na contabilidade, tais como, a taxa de retorno contábil e o índice de rentabilidade, assim como o período de retorno descontado;
- b) o CAPM tradicional é relativamente menos empregado no Brasil do que na América do Norte. No Brasil, o CAPM multibeta é escolhido com mais frequência pelos CFO's. Além disso, os CFO's brasileiros afirmam ouvir com mais frequência seus investidores e observar as decisões regulatórias, a fim de definir o seu custo do capital próprio;
- c) entre os fatores que os CFO's levam em conta ao decidir sobre questões de dívida externa, as empresas norte americanas são relativamente mais preocupadas com o risco cambial e tratamento fiscal, enquanto os CFO's brasileiros expressam as suas preocupações com o custo da dívida interna em relação à dívida externa.

As duas pesquisas deixam claro que o CAPM, tradicional ou multibeta, é o método mais utilizado nas definições de custo de capital.

Sob o aspecto acadêmico, Garbrecht, Espejo e Soares (2014) realizaram uma pesquisa bibliométrica sobre custo de capital em 26 periódicos internacionais durante o período de 1981 a 2012, e constataram que os modelos CAPM e APM, normalmente utilizados para estimação do custo de capital, vem sendo substituídos por aqueles que utilizam retornos *ex ante* para o cálculo do custo de capital implícito. O gráfico 3, extraído de Garbrecht, Espejo e Soares (2014), apresenta os principais métodos de estimação do custo de capital utilizados na literatura pesquisada.



GRÁFICO 3. PRINCIPAIS MODELOS PARA CÁLCULO DO CUSTO DE CAPITAL



Fonte: Garbrecht, Espejo e Soares (2014, p. 98).

Dos 48 trabalhos pesquisados, apenas 21% utilizaram os modelos tradicionais CAPM, APM e Três Fatores de Fama e French, 31% fizeram uso de outros métodos e 48% fizeram uso de 5 métodos relacionados ao cálculo do custo de capital implícito, sendo o Ohlson e Juetner um dos principais métodos de estimação de custo de capital utilizados pela academia e principalmente pelas empresas.

Os cinco principais métodos mencionados acima possuem como característica comum enxergar o custo de capital próprio como a taxa interna de retorno que iguala o preço corrente da ação ao valor presente de todos os fluxos de lucros futuros, sejam lucros residuais ou lucros anormais.

Alencar (2007, p. 33) argumenta que “cada modelo individualmente difere a respeito de seus pressupostos quanto ao uso dos dados dos analistas, pressupostos a respeito do crescimento de curto e longo prazos, horizonte de projeção, incorporação de efeitos relativos à indústria ou do reconhecimento dos efeitos da inflação no cálculo do valor residual”.

Alencar (2007) informa ainda que o método de Gebhardt, Lee e Swaminathan (2001) é um caso especial do modelo de lucro residual, o método de Easton é uma operacionalização de um caso particular do modelo de Ohlson e Juetter-Nauroth (2000, 2005), o método de Gode e Mohanram (2003) é a operacionalização de um modelo analítico derivado de Ohlson e Juetter-Nauroth (2000, 2005), e o método de Claus e Thomas (2001) é semelhante ao de

Gebhardt, Lee e Swaminathan (2001), com adição de uma taxa de crescimento constante no termo correspondente à apuração do valor residual. Já o método de Ohlson e Juettner-Nauroth (2000, 2005) foi descrito com detalhes anteriormente.

As próximas duas seções discutem o conceito de custo de capital implícito e apresentam em detalhes os dois métodos com maior utilização acadêmica segundo Garbrecht, Espejo e Soares (2014), os métodos de Gebhardt, Lee e Swaminathan (2001) e de Easton (2004).

#### 2.7.8 CUSTO DE CAPITAL IMPLÍCITO

Os métodos de estimação de custo de capital próprio carregam consigo um elemento fundamental em sua operacionalização: alguns se baseiam em informações passadas para prever o futuro, outros não. Exemplos de métodos que se baseiam em informações passadas são CAPM, o APM e o Modelo de Três Fatores de Fama e French. Os métodos de Gordon e Ohlson-Juettner – OJ, Gebhardt, Lee e Swaminathan, Easton, Gode e Mohanram e de Claus e Thomas se fundamentam em outros pressupostos para estimar ou prever o futuro.

Diante disso, a grande questão que se apresenta é se retornos passados constituem-se em um bom fundamento para estabelecer retornos futuros ou esperados. Nesse sentido, Hou, Van Dijk e Zhang (2012) relatam que estudos acadêmicos anteriores dependem quase que exclusivamente de retornos realizados *ex post* para medir retornos esperados *ex ante*, entretanto, como muitos pesquisadores têm apontado, (ELTON, 1999) por exemplo, retornos realizados são uma *proxy* inadequada para retornos esperados.

Elton (1999) argumenta que o uso da média de retornos realizados como uma *proxy* para retornos esperados se baseia na crença de que informações inesperadas tendem a se anular ao longo do período de estudo e que os retornos realizados são, portanto, uma estimativa imparcial dos retornos esperados, entretanto, segundo o autor, essa ideia carece de sustentação. Esse pesquisador também demonstra que a média dos retornos realizados pode desviar-se significativamente a partir de retornos esperados ao longo de períodos prolongados de tempo.

Fama e French (1997) concluíram que a utilização do CAPM e do Modelo de Três Fatores para estimar o custo de capital próprio acarreta estimativas notoriamente imprecisas. Eles identificaram três potenciais problemas para calcular prêmios de risco baseados em

retornos passados: 1) dificuldades em identificar o modelo de precificação de ativos adequado; 2) imprecisão nas estimativas de cargas fatoriais para determinar os fatores de risco sistemático adequados; 3) imprecisão nas estimativas de prêmios de risco.

Gebhardt, Lee e Swaminathan (2001) concluem que o beta possui apenas importância limitada na avaliação do risco sistemático de uma ação do mercado.

Noda, Martelanc e Securato (2013) estabelecem três justificativas para apoiar a inadequação do modelo CAPM pelos pesquisadores que defendem essa linha: (i) a relação entre betas e retornos é fraca, (ii) a *proxy* da carteira de mercado está distante da fronteira eficiente no plano média-variância ou (iii) há outros fatores de risco, além do de mercado, capazes de explicar os retornos dos ativos. Por outro lado, esses pesquisadores rejeitaram a alegação de inconsistência do CAPM no Brasil.

Esses autores também citam uma série de pesquisas que se propuseram a avaliar o modelo CAPM, alguns encontrando resultados favoráveis e outros se opondo a validade do modelo.

O custo de capital implícito foi desenvolvido como uma alternativa aos modelos baseados em retornos passados e é definido por Gebhardt, Lee e Swaminathan (2001, p. 137) como “a taxa interna de retorno (TIR) que iguala o preço corrente da ação ao valor presente de todos os fluxos de caixa futuros”. Em outras palavras, o custo de capital implícito é a taxa de desconto que o mercado utiliza para se chegar ao preço atual da ação.

Gebhardt, Lee e Swaminathan (2001) desenvolveram um modelo multivariado para explicar e prever o prêmio de risco implícito que combina quatro variáveis: 1) a relação *book-to-market* (razão usada para encontrar o valor de uma empresa através da comparação do valor contábil com o valor de mercado), 2) a dispersão de previsões de analistas de mercado, 3) a previsão de crescimento de longo prazo dos analistas de mercado, 4) o prêmio de risco médio do setor do ano anterior. De acordo com os autores, o modelo desenvolvido tem poder de previsão consistente para explicar as variações transversais do prêmio de risco implícito (o modelo apresentou poder de explicação e predição de 60%). O modelo de Gebhardt, Lee e Swaminathan é descrito detalhadamente na seção 2.6.9.

Hou, Van Dijk e Zhang (2012) argumentam que a principal vantagem do custo de capital implícito é que ele não depende de retornos realizados ou de qualquer modelo de

precificação de ativos específico. Em vez disso, ele deriva suas estimativas de retorno esperado diretamente dos preços das ações e das previsões de fluxo de caixa das empresas.

Por outro lado, existem elementos que desafiam os modelos de custo de capital implícito. Provavelmente a principal crítica a esses modelos seja o fato de normalmente dependerem das projeções de analistas de mercado. Hou, Van Dijk e Zhang (2012) reconhecem e ampliam essa característica ou deficiência. Segundo esses pesquisadores, há evidências empíricas recentes que sugerem que o uso de previsões de analistas de mercado como *proxy* para retornos esperados não é totalmente satisfatório. As razões que justificam essa conclusão geralmente estão relacionadas a dois fatores: 1) dúvidas sobre a qualidade das previsões dos analistas de mercado (EASTON; MONAHAN, 2005; GEBHARDT; LEE; SWAMINATHAN, 2001), seja pela qualidade da previsão em si, seja pela tendência ao otimismo em razão de conflitos de interesse (EASTON; SOMMERS, 2007); 2) ao índice de cobertura de empresas pelos analistas de mercado.

Para resolver essa suposta debilidade, Hou, Van Dijk e Zhang (2012) desenvolveram uma nova abordagem para estimar o custo de capital implícito. Ao invés de fazer uso das previsões dos analistas, esses pesquisadores utilizaram previsões de lucros gerados por um modelo de corte transversal como *proxy* para as expectativas de fluxo de caixa. Para garantir que sua proposta não depende de um método de estimação específico, o modelo foi testado utilizando cinco métodos de estimação de custo de capital implícito diferentes: Claus e Thomas (2001), Easton (2004), Gebhardt, Lee e Swaminathan (2001), Gordon e Gordon (1997) e Ohlson e Juettner - Nauroth (2005).

Trabalhando uma base com mais de 170.000 observações de empresas durante os anos de 1968 e 2008 eles concluíram que o custo de capital implícito estimado usando as previsões de lucros com base no modelo proposto é uma *proxy* mais confiável para retornos esperados do que as previsões dos analistas de mercado.

Na sequência são apresentados em os métodos de Gebhardt, Lee e Swaminathan (2001) e de Easton (2004).

#### 2.7.9 MÉTODO DE GEBHARDT, LEE E SWAMINATHAN

No trabalho *Toward an implied cost of capital*, os pesquisadores Gebhardt, Lee e Swaminathan (2001) propuseram uma metodologia alternativa para estimar o custo de capital

próprio de uma empresa usando um modelo de renda residual descontado (*residual income valuation - RIV*) para gerar o custo de capital implícito. Em seguida eles analisaram as características da empresa que estavam sistematicamente relacionadas com sua estimativa do custo de capital a fim de avaliar essa relação.

No modelo apresentado, os autores estimam os retornos esperados, sem depender da média de retornos realizados ou de modelos de precificação de ativos tradicionais. Eles definem o custo de capital implícito como a TIR que iguala o preço corrente da ação ao valor presente de todos os fluxos de caixa futuros, em outras palavras, eles procuram a taxa de desconto utilizada pelo mercado para se chegar ao preço atual da ação.

Os autores derivam o modelo de renda residual (*RIV*) a partir do modelo de desconto de dividendos, que considera o preço da ação como o valor presente dos seus dividendos esperados.

$$P_t = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t(D_{t+i})}{(1+r_e)^i} \quad (26)$$

Em que:

$P_t$  : preço atual da ação

$E_t(D_{t+i})$ : dividendos esperados para o período  $t+i$  condicionado a informação disponível no momento  $t$

$r_e$  : custo de capital próprio com base nas informações fixadas no período  $t$ . Esse termo é entendido como a taxa de desconto

Em seguida, os autores inserem o conceito de “lucro limpo” (*clean surplus*), que pode ser definido como “a soma do valor contábil do último exercício fiscal, mais a expectativa de lucros para o próximo período e menos a expectativa de dividendos”, (COSTI, 2008, p.59).

Assim, o preço da ação pode ser reescrito como o valor do patrimônio líquido mais uma soma infinita dos lucros residuais descontados (lucro econômico).

$$P_t = B_t + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t(NI_{t+i} - r_e B_{t+i-1})}{(1+r_e)^i}$$

$$P_t = B_t + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t[(ROE_{t+i} - r_e)B_{t+i-1}]}{(1+r_e)^i} \quad (27)$$

Em que:

$B_t$  : valor contábil da ação no período  $t$

$E_t$  : expectativas com base em informações disponíveis no momento  $t$

$NI_{t+i}$  : lucro líquido no período  $t+i$

$r_e$  : custo de capital próprio

$ROE_{t+i}$  : o retorno do patrimônio líquido no período  $t+i$

A equação (27) é idêntica à utilizada no modelo de desconto de dividendos, porém, expressa o valor da empresa em termos de informações contábeis. Portanto, a equação (27) baseia-se na mesma teoria e está sujeita às mesmas limitações teóricas do modelo de desconto de dividendos.

Observa-se então que a equação (27) expressa o valor da empresa em termos de uma série infinita, mas para efeitos práticos, deve ser especificado um período de previsão explícito. Esta limitação necessita de uma estimativa de "valor terminal" - uma estimativa do valor da empresa com base no lucro residual gerado após o período de previsão explícito.

Foi utilizada uma abordagem em dois estágios para estimar o valor intrínseco:

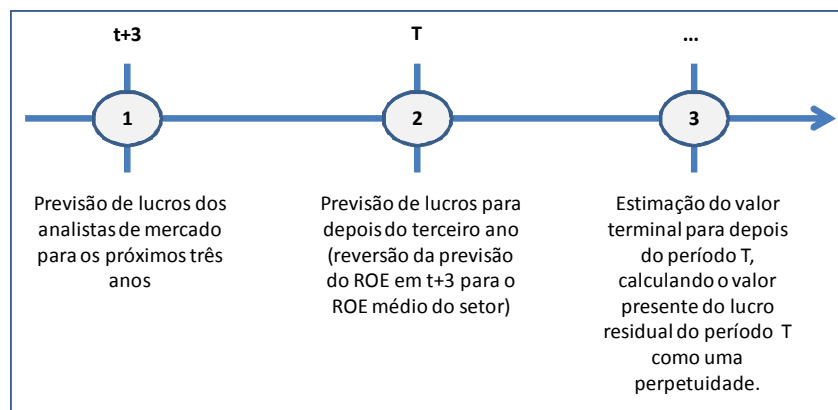
- a) utilização de previsão de lucros para os próximos três anos (previsão de analistas de mercado);
- b) previsão de lucros para depois do terceiro ano implicitamente, revertendo à previsão do ROE do período  $t+3$  para o ROE médio do setor para o período  $t+T$ . A reversão à média é obtida através de interpolação linear simples entre o ROE do período  $t+3$  e o ROE médio do setor.

A reversão à média do ROE tenta capturar a erosão de longo prazo do ROE anormal ao longo do tempo e a noção de que, no longo prazo, as empresas individuais tendem a se tornar mais parecidas com seus pares do setor.

Foi estimado o valor terminal para além do período  $T$ , calculando o valor presente do lucro residual do período  $T$  como uma perpetuidade. Isto não implica que os lucros ou fluxos de caixa não crescem após o período  $T$ . Ao contrário, se assume que os lucros econômicos incrementais (lucros relacionados a novos investimentos líquidos) após ano  $T$  valem zero. Em outras palavras, qualquer crescimento nos lucros ou fluxos de caixa após ano  $T$  é um valor neutro. Como resultado, o ROE global de toda a empresa (não o ROE de novos investimentos) diminui lentamente ao longo do tempo para o custo de capital próprio.

Os passos acima podem ser vistos mais claramente quando se considera um processo de três estágios ao invés de dois, como ilustra a Figura 3.

**FIGURA 3 – ESTIMATIVA DO CUSTO DE CAPITAL IMPLÍCITO**



Fonte: Elaboração Própria.

A expressão seguinte descreve a estimativa de horizonte finito para cada empresa:

$$P_t = B_t + \frac{FROE_{t+1} - r_e}{(1 + r_e)} B_t + \frac{FROE_{t+2} - r_e}{(1 + r_e)^2} B_{t+1} + TV \quad (28)$$

Em que:

$B_t$ : valor contábil da ação no período  $t$

$r_e$ : custo de capital próprio

$FROE_{t+1}$ : previsão do ROE para o período  $t+1$ . Para os três primeiros anos, essa variável foi calculada como  $FEPS_{t+1}/B_{t+i-1}$ , onde,  $FEPS_{t+1}$  é a previsão do lucro por ação (*eps*) para o período  $t+1$  e  $B_{t+i-1}$  é o valor do patrimônio líquido por ação para o ano  $t+i-1$ . Após o terceiro ano, o  $FROE$  é estimado através da interpolação linear do ROE para a média do setor.

$B_{t+i} : B_{t+i-1} + FEPS_{t+i} - FDPS_{t+i}$ , onde,  $FDPS_{t+i}$  é a previsão de dividendos por ação para o ano  $t + i$ , estimada usando o coeficiente de distribuição de dividendos ( $k$ ).

Especificamente assume-se que  $FDPS_{t+i} = FEPS_{t+i} \times k$ . Para qualquer horizonte  $T$  o cálculo do valor terminal é dado pela expressão abaixo:

$$TV = \sum_{i=3}^{T-1} \frac{FROE_{t+i} - r_e B_{t+i-1}}{(1+r_e)^i} + \frac{FROE_{t+T} - r_e B_{t+T-1}}{r_e (1+r_e)^{T-1}} B_{t+T-1} \quad (29)$$

#### 2.7.10 MÉTODO DE EASTON

O método de Easton (2004), exposto no trabalho *PE ratios, PEG ratios, and estimating the implied expected rate of return on equity capital* é um método baseado no modelo de Ohlson e Juettner-Nauroth (2000, 2005), exposto na seção 2.6.6 e observado através da equação (24), exposta novamente aqui com o objetivo de facilitar o entendimento do método.

$$r = \frac{1}{2} \left( \gamma - 1 + \frac{dps_1}{P_0} \right) + \sqrt{\left[ \frac{1}{2} \left( \gamma - 1 + \frac{dps_1}{P_0} \right) \right]^2 + \frac{eps_1}{P_0} \times \left( \frac{\Delta eps_2}{eps_1} - (\gamma - 1) \right)} \quad (24)$$

O método de Easton considera  $dps_1 = 0$  e  $\gamma = 1$ . Aplicando essas definições na equação (24), chega-se ao modelo proposto para a estimação do custo de capital implícito:

$$r = \sqrt{\frac{eps_2 - eps_1}{P_0}} \quad (30)$$

Em que:

$eps_1$  e  $eps_2$ : lucros por ação projetados para os anos 1 e 2

$P_0$ : preço atual da ação

$r$ : custo de capital próprio

Pela sua natureza, o modelo requer que a previsão de lucro seja positiva, ou seja, que  $eps_2 > eps_1$ .



Exemplos de utilização do método no Brasil são Alencar (2007), Lima et al. (2010) e Rover (2012). Em razão de sua simplicidade operacional e por se tratar de um modelo que requer um número menor de informações (ALENCAR, 2007), opta-se na presente pesquisa pela utilização do método de Easton (2004) para estimar o custo de capital implícito.

#### 2.7.11 PESQUISAS SOBRE CUSTO DE CAPITAL

A presente secção apresenta uma coleção de trabalhos nacionais e internacionais que discutem o tema “Custo de Capital”, informando o autor, pesquisa, modelo utilizado para estimar o custo de capital e os resultados obtidos.

#### QUADRO 9 – PESQUISAS SOBRE CUSTO DE CAPITAL

<b>Autor</b>	<b>Pesquisa</b>	<b>Modelo usado para estimação do custo de capital próprio</b>	<b>Resultados</b>
Gebhardt e Swaminathan (2001)	Propor uma técnica alternativa para estimar o custo de capital próprio. Especificamente um modelo de renda residual descontado para gerar um custo de capital implícito de mercado.	Gebhardt, Lee e Swaminathan (2001)	O custo de capital implícito de uma empresa é uma função da indústria da qual ela é membro, razão B/M ( <i>book-to-market ratio</i> ), previsão da taxa de crescimento de longo prazo e da dispersão das previsões de lucros dos analistas.
Schor, Bonomo e Pereira (2004)	Testar a validade empírica do modelo APM.	APM	Há ganho na explicação dos retornos dos ativos com a utilização do APM como alternativa ao CAPM.
Calijuri, Bispo e Junqueira (2008)	Analisar criticamente a aplicabilidade do modelo proposto por Ohlson e Juettner-Nauroth em 2005.	Ohlson e Juettner (2005)	O trabalho mostra que para aplicação do modelo OJ é necessário que os pressupostos sejam seguidos sob pena de invalidação da utilização do modelo, concluindo pela não aplicação em qualquer tipo de empresa.
Gregório (2005)	Investigar se a Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido (ROE) do setor bancário privado atuante no Brasil foi maior do que a dos setores não financeiros privados no período de 1997 a 2004.	CAPM	Embora o setor bancário privado, na média, tenha apresentado rentabilidade sobre o patrimônio líquido maior do que os setores privados não-financeiros privados, essa rentabilidade não foi suficiente para cobrir o custo do capital próprio. Dessa forma, na média, os bancos não têm conseguido criar valor para os acionistas.

continua

conclusão

Autor	Pesquisa	Modelo usado para estimação do custo de capital próprio	Resultados
Martins et al. (2006)	Diferenças entre os valores estimados para o custo de capital próprio de empresas brasileiras através de 4 modelos e suas variáveis.	Gordon, CAPM, APM e Ohlson-Juettner	A escolha do modelo não é indiferente com relação ao resultado da estimação do custo de capital próprio. Com relação aos modelos, aqueles baseados em projeções de lucros e dividendos (modelos OJ e Gordon), resultam em valores médios equivalentes entre si, quando as premissas utilizadas são as mesmas.
Assaf Neto, Lima e Araujo (2008)	Sugerir um modelo que utiliza padrões de <i>benchmark</i> , sendo descritos os diversos ajustes necessários ao cálculo do custo de oportunidade dos acionistas das companhias brasileiras.	CAPM	Necessidade de apurar o custo de oportunidade dos investidores brasileiros utilizando o benchmark de uma economia mais estável.
Argolo (2012)	Verificar se as estimativas do custo de capital obtidas através do modelo de três fatores de Fama e French são razoáveis para sua aplicação no Brasil.	Três Fatores de Fama e French	As estimativas obtidas somente com o prêmio de risco de mercado (PRM) aparentam ser mais razoáveis, do ponto de vista financeiro, do que as oferecidas pelo modelo de três fatores, cuja parametrização parece ser problemática para sua aplicação no Brasil.
Hou, Van Dijk e Zhang (2012)	Utilizar previsões de lucros de um modelo de corte transversal como <i>proxy</i> para as expectativas de fluxo de caixa e estimar o custo de capital implícito ( <i>Implied Cost of Capital</i> - ICC) para uma grande amostra de empresas entre os anos 1968 e 2008.	Claus e Thomas (2000), Easton (2004), Gebhardt, Lee e Swaminathan (2001), Gordon e Gordon (1997) e Ohlson e Juettner-Nauroth (2005).	As previsões de lucros gerados pelo modelo de corte transversal é superior as previsões dos analistas de mercado em termos de cobertura, viés de previsão e coeficiente de resposta de lucro. Além disso, o ICC baseado no modelo utilizado é uma <i>proxy</i> mais confiável para os retornos esperados do que o ICC com base nas previsões dos analistas de mercado.

Fonte: Elaboração Própria.

No apêndice C estão relacionadas outras pesquisas sobre custo de capital.

### 3 METODOLOGIA

#### 3.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA

Neste trabalho pretende-se avaliar se a adesão pelas empresas aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa, especificamente ao Novo Mercado, é percebida pelos investidores como um elemento realmente importante, constatação que deve ser traduzida através de um menor custo de capital implícito comparado às empresas do Mercado Tradicional.

De forma geral, a pesquisa considera o custo de capital implícito como variável dependente e o segmento de listagem da BM&FBovespa como variável independente e analisa a relação entre elas através de um teste de hipótese. As variáveis dependente e independente utilizadas na pesquisa são especificadas no Quadro 10.

**QUADRO 10 – VARIÁVEIS DE ESTUDO**

<b>Descrição</b>	<b>Legenda</b>
Custo de Capital implícito	ICC
Segmento de Listagem da BM&FBovespa	SEGOV

Fonte: Elaboração Própria

Por se tratar de um assunto consideravelmente amplo, grande parte das pesquisas sobre governança corporativa se concentra em determinados elementos de sua composição, tais como, *disclosure* (ABOODY; KASZNIK, 2000; LANG; LUNDHOLM, 1993; MALACRIDA; YAMAMOTO, 2006; MENDONÇA NETO; RICCIO, 2008; SILVA, 2009), separação entre propriedade e controle (FAMA, 1980; MORCK; SHLEIFER; VISHNY, 1988), estrutura do conselho de administração (GUERRA, 2009; SHIVDASANI, 1993; SILVEIRA, 2002), entre outros. Além disso, algumas pesquisas procuram medir o nível de governança corporativa das empresas por meio da construção de índices de governança (ALENCAR, 2007; BROWN; CAYLOR, 2004; GOMPERS; ICHII; METRICK, 2003).

Todos esses elementos são fundamentais para a gestão empresarial, porém, geralmente são difíceis ou mesmo impossíveis de serem observados e analisados, exceto pelos próprios pesquisadores ou por um grupo muito específico de pessoas. Assim, como uma forma de minimizar essa condição, a presente pesquisa assume que o Novo Mercado da BM&FBovespa

é uma boa referência observável da prática da governança corporativa no Brasil (BM&FBOVESPA, 2009).

O custo de capital implícito é a taxa que iguala o preço corrente da ação ao valor presente de todos os fluxos de caixa futuros (GEBHARDT; LEE; SWAMINATHAN, 2001), ou seja, ele é visto como a taxa de desconto utilizada pelo mercado para se chegar ao preço atual da ação.

Pelas razões apresentadas na seção 1, utiliza-se o Método de Easton (2004) para a estimativa dessa medida. Além disso, faz-se uso de uma variável de controle com o propósito de isolar a sua influência sobre o relacionamento entre as duas variáveis de interesse. A variável de controle utilizada na pesquisa pode ser definida como representante do tamanho da empresa e é dada pelo ativo total da empresa.

### 3.2 POPULAÇÃO, AMOSTRAGEM E COLETA DE DADOS

O período de estudo adotado na presente pesquisa contempla os anos de 2000 a 2013. Inicia-se com o ano 2000 em razão de ter sido o ano de lançamento dos segmentos de listagem pela BM&FBovespa (seção 2.3.4) e finaliza-se no ano 2013 por se tratar do ano completo mais recente em relação à pesquisa. A base inicial a ser trabalhada constitui-se de todas as empresas que participam da Bolsa de Valores de São Paulo, independente do nível de negociação. A base de informações disponibilizada na página da BM&FBovespa na internet no momento da pesquisa é composta de 555 empresas.

Da base inicial foram excluídas as empresas do setor Financeiro, pois esse setor apresenta importantes particularidades em relação aos outros setores econômicos, como por exemplo, uma estrutura de capital homogênea devido às exigências do acordo de Basiléia, situação que inviabiliza a comparação direta com os outros setores (MAZER, 2007, p. 66). Com a aplicação desse critério chegou-se a 410 empresas.

Em seguida, foram excluídas as empresas dos níveis 1 e 2 e Bovespa Mais, permanecendo apenas as empresas do Novo Mercado e Mercado Tradicional. Com a aplicação desse critério chegou-se a 342 empresas, sendo 114 do Novo Mercado e 228 do Mercado Tradicional.

Finalmente, foram propositalmente selecionadas as 114 maiores empresas do Mercado Tradicional. Por maiores empresas entenda-se as que apresentaram maior ativo total em 2013. Dessa forma, a amostra da pesquisa chegou a um total de 228 empresas.

O quadro 11 resume o processo de seleção da amostra a ser utilizada na pesquisa e a relação de empresas encontra-se no apêndice D.

**QUADRO 11 – PROCESSO DE SELEÇÃO DA AMOSTRA DE PESQUISA**

Base Inicial BM&FBovespa	Exclusão das empresas do Setor Financeiro	Empresas do Novo Mercado e maiores empresas do Mercado Tradicional
555	410	228

Fonte: Elaboração Própria.

Considerando um total de 228 empresas, a amostra contempla 41% das empresas com ações listadas na BM&FBovespa, ou seja, um percentual altamente representativo em termos estatísticos, entretanto, por se tratar de uma amostragem não probabilística, seus resultados não podem ser generalizados para toda população (STEVENSON, 2001).

### 3.3 OPERACIONALIZAÇÃO DAS VARIÁVEIS E MÉTODO DE ANÁLISE

As boas práticas de governança corporativa devem ser vistas através de maior clareza na administração da empresa, através da separação entre propriedade e gestão, na divulgação de informações de forma mais clara e precisa, em um modelo de gestão executiva mais profissional e fiscalizado, em melhores mecanismos de proteção aos investidores, entre outros benefícios. Tudo isso deveria fazer com que os investidores procurassem cada vez mais empresas com níveis elevados de governança para alocar seus recursos, situação que acarretaria uma redução do custo de captação de recursos para essas empresas. Essa é a hipótese assumida na presente pesquisa.

Observa-se na seção 2.5 que uma grande parte da governança das empresas baseia-se nas determinações legais, entretanto, o governo brasileiro ainda necessita desenvolver uma legislação mais abrangente e moderna a respeito das práticas de governança corporativa. Diante disso, foi do próprio mercado a iniciativa de estabelecer regras mais abrangentes e rígidas sobre as práticas de governança, disposições que podem ser observadas através dos segmentos de listagem, destacadamente o Novo Mercado.

As definições operacionais das variáveis utilizadas na pesquisa são vistas na sequência.

### 3.3.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA

Como a governança corporativa é vista como um “sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas” (IBGC, 2009a, p.19), ou “como o conjunto de mecanismos internos e externos que visam harmonizar a relação entre gestores e acionistas, dada a separação entre controle e propriedade” (SILVEIRA, 2002, p. 1-2), entre outras formas, faz-se necessário identificar maneiras de mensurar o nível ou qualidade da governança corporativa praticada pelas empresas.

Dado que os segmentos de listagem da BM&FBovespa buscam evidenciar as boas práticas de governança corporativa de forma geral, ou seja, abordam elementos importantes como políticas de divulgação de informações ao mercado e ampliação dos direitos dos acionistas, entre outros, optou-se nessa pesquisa por utilizar o Novo Mercado da BM&FBovespa como variável de governança corporativa.

Os segmentos de governança BM&FBovespa, individualmente ou de forma conjunta, como parâmetros de governança corporativa, foram utilizados por Carvalho (2002), Aguiar, Corrar e Batistella (2004), Costa e Camargos (2006), Martins, Silva e Nardi (2006) e Procianoy e Verdi (2009), entre outros.

### 3.3.2 CUSTO DE CAPITAL IMPLÍCITO

Na seção 2.7.8 observa-se que o custo de capital implícito foi definido por Gebhardt, Lee e Swaminathan (2001, p. 137) como “a taxa interna de retorno (TIR) que iguala o preço corrente da ação ao valor presente de todos os fluxos de caixa futuros”. Em outras palavras, o custo de capital implícito é a taxa de desconto que o mercado utiliza para se chegar ao preço atual da ação.

Como também não é um elemento observável, o custo de capital implícito precisa ser estimado, o que ocorre através dos diversos modelos e suas diversas ramificações.

Para o presente estudo, optou-se por utilizar o Método de Easton (2004), que estabelece que o custo de capital próprio é dado pela raiz quadrada do inverso da razão preço/lucro/crescimento (*PEG ratio*).

O método de Easton foi exposto na seção 2.7.8 através da equação (29):

$$r = \sqrt{\frac{eps_2 - eps_1}{P_0}} \quad (29)$$

Em que:

$eps_1$  e  $eps_2$ : lucros por ação projetados para os anos 1 e 2

$P_0$ : preço atual da ação

$r$ : custo de capital próprio

A previsão dos lucros por ação foi realizada através da média móvel de três anos das séries de tempo baseadas nas informações históricas obtidas pelo software Economática®, assim como as informações dos preços de fechamento das ações.

### 3.3.3 VARIÁVEIS DE CONTROLE

Segundo Marconi e Lakatos (2010, p. 129), variável de controle “é aquele fator, fenômeno ou propriedade que o investigador neutraliza ou anula propositadamente em uma pesquisa, com a finalidade de impedir que interfira na análise da relação entre as variáveis independente e dependente.” Diante disso, foi selecionada como variável de controle o tamanho da empresa, que possui relação direta com sua capacidade de captação de recursos, portanto, apresenta impacto direto no custo de capital próprio. Essa constatação foi feita por Botosan (1997) e Hail (2002), entre outros, e é esperada uma relação negativa entre o tamanho da empresa e o custo de capital próprio.

Para representar o tamanho da empresa utilizou-se o Ativo Total, medida utilizada por Alencar (2007) e Silva (2009), entre outros, e como fonte dessa informação, o sistema Economática®.

### 3.3.4 MÉTODOS PARA ANÁLISE DOS DADOS

Os dados foram analisados primeiramente de forma geral através de uma estatística descritiva com o cálculo da média, mediana, desvio padrão e valores mínimo e máximo do custo de capital implícito, entre outras medidas. Os mesmos indicadores foram calculados diferenciando as empresas do Novo Mercado e do Mercado Tradicional.

Na sequência, foi analisado o coeficiente de variação do custo de capital implícito das empresas do Novo Mercado e Mercado Tradicional com o objetivo de observar a variabilidade relativa do custo de capital implícito de cada segmento de governança.

Finalmente, foram adotados os procedimentos relativos à definição do método estatístico a ser utilizado na análise dos dados, primeiramente aplicando o teste *Kolmogorov-Smirnov* de normalidade dos dados que serviu de apoio para a definição do teste da soma de Postos de Wilcoxon ou o teste U de Mann-Whitney, equivalentes segundo Triola (2013), como instrumentos estatísticos para a análise dos dados.

Com esses instrumentos aplicou-se o teste de hipótese, que, segundo Triola (2013, p.316) “é um procedimento para se testar uma afirmativa sobre uma propriedade da população”.

A aplicação dos testes foi realizada por meio do software estatístico Minitab® e todas as verificações foram realizadas com o objetivo de testar as hipóteses estatísticas descritas abaixo:

- a)  $H_0$  (hipótese nula): não há diferença estatisticamente significativa entre o custo de capital implícito das empresas do Novo Mercado e do Mercado Tradicional da BM&FBovespa contempladas na amostra;
- b)  $H_1$  (hipótese alternativa): há diferença estatisticamente significativa entre o custo de capital implícito das empresas do Novo Mercado e do Mercado Tradicional da BM&FBovespa contempladas na amostra e o custo de capital implícito das empresas do Novo Mercado é menor em relação às empresas do Mercado Tradicional.

A hipótese adotada na pesquisa é que existem diferenças significativas no custo de capital implícito das empresas do Novo Mercado da BM&FBovespa comparadas as do Mercado Tradicional, ou, mais especificamente, as empresas do Novo Mercado possuem custo de capital implícito menor em relação as do Mercado Tradicional.



### 3.4 LIMITAÇÕES DA PESQUISA

A primeira limitação da pesquisa constitui-se também em um dos seus pontos positivos, ou seja, o fato de considerar unicamente o Novo Mercado da BM&FBovespa como forma de mensurar a governança corporativa das empresas. Observa-se pelo referencial teórico que a governança das empresas é um assunto por demais amplo e com uma série de enfoques (transparência na divulgação de informações, atuação do conselho de administração, proteção aos acionistas minoritários, entre outros) e concentrar tudo isso em uma única variável, apesar de possuir pontos positivos, não deixa também de se constituir em uma limitação.

Uma segunda limitação está relacionada a amostra utilizada na pesquisa, que não contempla instituições financeiras de capital aberto, empresas de capital fechado e outras instituições como cooperativas e organizações sem fins lucrativos.

Uma terceira limitação diz respeito ao processo de escolha da amostra. Segundo Stevenson (2001), espera-se que uma amostra represente a população da qual foi extraída, o que ocorre potencialmente através do processo de amostragem aleatória. Como na presente pesquisa, assume-se um processo de amostragem não probabilística, por julgamento do pesquisador, ainda que sua representatividade seja relevante, seus resultados não podem ser generalizados para todas as empresas que possuem ações negociadas na BM&FBovespa.

Uma quarta limitação relaciona-se com o método de estimação do custo de capital implícito, o método de Easton (2004). Por sua natureza esse método assume como premissa que os lucros por ação do ano seguinte são sempre maiores do que o ano anterior, algo que nem sempre acontece na prática.

Uma quinta limitação diz respeito a não utilização de previsões de lucros de analistas de mercado, como utilizado em Alencar (2007) ou de um procedimento econométrico, como utilizado por Hou, Van Dijk e Zhang (2012), para o cálculo do custo de capital implícito.

## 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Neste capítulo são apresentados os procedimentos executados para a estimação do custo de capital implícito através do método de Easton (2004), uma análise preliminar dos dados através de uma estatística descritiva, os procedimentos adotados para a definição do método estatístico utilizado pesquisa e a apresentação dos resultados.

### 4.1 PROCEDIMENTOS ADOTADOS PARA O CÁLCULO DO CUSTO DE CAPITAL IMPLÍCITO

Conforme observado na seção 2.7.10, o método de Easton (2004) define que o custo de capital implícito é obtido pela fórmula  $r = \sqrt{(eps_2 - eps_1) / P_0}$ , ou seja, o método exige projeções de lucros por ação para dois anos ( $eps_2$  e  $eps_1$ ) em relação ao ano em que se quer estimar o custo do capital, além do preço da ação no mesmo ano ( $P_0$ ). Além disso, pela natureza da equação,  $eps_2$  necessita ser maior do que  $eps_1$  para que os resultados obtidos façam parte do conjunto dos números reais ( $\mathfrak{R}$ ).

Diante disso, os cálculos do custo de capital implícito dos anos de 2000 a 2011 foram realizados com dados históricos obtidos através do sistema Economática® e as projeções para os anos de 2014 e 2015, utilizadas no cálculo do custo de capital de 2012 e 2013, foram realizadas pela média móvel de três anos dos lucros por ação. Além disso, como  $P_0$  foram utilizados os preços de fechamento das ações no último dia útil de cada ano, informações obtidas também através do sistema Economática®.

Faz-se necessário ressaltar que nas situações em que  $eps_2$  se apresentou menor do que  $eps_1$ , ou que não foi encontrada informação do preço de fechamento da ação em determinado ano ( $P_0$ ), o custo de capital implícito não foi calculado. Essa situação foi informada na seção 3.4 como uma das limitações da pesquisa.

As tabelas a seguir contemplam a estatística descritiva do custo de capital implícito das empresas do Novo Mercado e Mercado Tradicional durante os anos de 2000 a 2013.

**TABELA1 – ESTATÍSTICA DESCRITIVA DO CUSTO DE CAPITAL IMPLÍCITO DAS EMPRESAS DO NOVO MERCADO – ANOS 2000 A 2006**

<b>Estatística Descritiva</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
<b>Média</b>	<b>53,1%</b>	<b>59,7%</b>	<b>50,1%</b>	<b>34,9%</b>	<b>31,7%</b>	<b>20,3%</b>	<b>22,1%</b>
Erro padrão	12,9%	7,0%	9,4%	5,5%	9,0%	3,2%	3,3%
<b>Mediana</b>	<b>47,7%</b>	<b>65,8%</b>	<b>35,1%</b>	<b>31,7%</b>	<b>16,4%</b>	<b>16,9%</b>	<b>20,0%</b>
Moda	-	-	-	-	-	-	-
<b>Desvio padrão</b>	<b>40,7%</b>	<b>23,3%</b>	<b>37,6%</b>	<b>19,0%</b>	<b>32,6%</b>	<b>14,8%</b>	<b>14,5%</b>
Variância	16,6%	5,4%	14,2%	3,6%	10,6%	2,2%	2,1%
Curtose	338,8%	-99,4%	581,2%	-69,9%	169,8%	629,4%	-69,1%
Assimetria	157,5%	-46,8%	222,6%	44,7%	169,3%	243,4%	67,6%
Intervalo	145,0%	71,3%	152,7%	60,3%	100,5%	64,6%	45,2%
<b>Mínimo</b>	<b>5,2%</b>	<b>19,8%</b>	<b>13,6%</b>	<b>7,6%</b>	<b>6,6%</b>	<b>5,2%</b>	<b>4,6%</b>
<b>Máximo</b>	<b>150,2%</b>	<b>91,1%</b>	<b>166,3%</b>	<b>67,9%</b>	<b>107,1%</b>	<b>69,8%</b>	<b>49,8%</b>
Contagem	10	11	16	12	13	22	19
Nível de confiança (95,0%)	29,1%	15,6%	20,0%	12,1%	19,7%	6,6%	7,0%
<b>Intervalo Superior</b>	<b>82,2%</b>	<b>75,3%</b>	<b>70,1%</b>	<b>47,0%</b>	<b>51,4%</b>	<b>26,9%</b>	<b>29,1%</b>
<b>Intervalo Inferior</b>	<b>24,0%</b>	<b>44,1%</b>	<b>30,0%</b>	<b>22,8%</b>	<b>12,0%</b>	<b>13,8%</b>	<b>15,1%</b>

Fonte: Elaboração Própria

**TABELA 2 – ESTATÍSTICA DESCRITIVA DO CUSTO DE CAPITAL IMPLÍCITO DAS EMPRESAS DO NOVO MERCADO – ANOS 2007 A 2013**

<b>Estatística Descritiva</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>Média</b>	<b>20,9%</b>	<b>18,0%</b>	<b>15,6%</b>	<b>17,4%</b>	<b>16,9%</b>	<b>18,7%</b>	<b>8,5%</b>
Erro padrão	1,8%	1,0%	1,6%	1,8%	1,8%	3,6%	1,1%
<b>Mediana</b>	<b>18,5%</b>	<b>17,6%</b>	<b>13,8%</b>	<b>14,1%</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,6%</b>	<b>6,2%</b>
Moda	-	-	-	-	-	-	-
<b>Desvio padrão</b>	<b>12,9%</b>	<b>7,8%</b>	<b>9,4%</b>	<b>12,6%</b>	<b>13,9%</b>	<b>25,8%</b>	<b>8,2%</b>

continua

conclusão

<b>Estatística Descritiva</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Variância	1,7%	0,6%	0,9%	1,6%	1,9%	6,7%	0,7%
Curtose	196,1%	87,8%	391,2%	351,8%	234,0%	2878,0%	539,1%
Assimetria	119,7%	69,7%	164,2%	169,0%	160,3%	486,5%	230,5%
Intervalo	64,8%	37,9%	44,2%	60,7%	63,2%	174,9%	36,6%
<b>Mínimo</b>	<b>2,9%</b>	<b>4,3%</b>	<b>5,1%</b>	<b>0,8%</b>	<b>1,8%</b>	<b>1,0%</b>	<b>1,0%</b>
<b>Máximo</b>	<b>67,7%</b>	<b>42,2%</b>	<b>49,3%</b>	<b>61,6%</b>	<b>65,0%</b>	<b>175,9%</b>	<b>37,6%</b>
Contagem	54	55	33	49	61	50	55
Nível de confiança (95,0%)	3,5%	2,1%	3,3%	3,6%	3,6%	7,3%	2,2%
<b>Intervalo Superior</b>	<b>24,4%</b>	<b>20,1%</b>	<b>19,0%</b>	<b>21,0%</b>	<b>20,4%</b>	<b>26,0%</b>	<b>10,7%</b>
<b>Intervalo Inferior</b>	<b>17,4%</b>	<b>15,9%</b>	<b>12,3%</b>	<b>13,7%</b>	<b>13,3%</b>	<b>11,3%</b>	<b>6,3%</b>

Fonte: Elaboração Própria

**TABELA 3 – ESTATÍSTICA DESCRITIVA DO CUSTO DE CAPITAL IMPLÍCITO DAS EMPRESAS DO MERCADO TRADICIONAL – ANOS 2000 A 2006**

<b>Estatística Descritiva</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
<b>Média</b>	<b>40,5%</b>	<b>87,2%</b>	<b>64,0%</b>	<b>54,9%</b>	<b>51,5%</b>	<b>70,4%</b>	<b>32,2%</b>
Erro padrão	4,4%	18,4%	8,3%	8,4%	9,8%	19,1%	3,5%
<b>Mediana</b>	<b>33,5%</b>	<b>68,1%</b>	<b>45,3%</b>	<b>34,9%</b>	<b>31,3%</b>	<b>31,2%</b>	<b>25,3%</b>
Moda	-	-	-	-	-	-	-
<b>Desvio padrão</b>	<b>22,2%</b>	<b>99,2%</b>	<b>50,0%</b>	<b>48,1%</b>	<b>60,7%</b>	<b>113,1%</b>	<b>22,5%</b>
Variância	4,9%	98,4%	25,0%	23,1%	36,8%	127,9%	5,1%
Curtose	-60,4%	1590,5%	235,8%	488,9%	1309,8%	1445,7%	404,1%
Assimetria	54,5%	370,6%	137,7%	196,8%	319,5%	355,8%	170,5%
Intervalo	79,1%	526,5%	229,7%	229,6%	333,1%	596,4%	113,1%
<b>Mínimo</b>	<b>8,4%</b>	<b>11,1%</b>	<b>3,3%</b>	<b>4,8%</b>	<b>5,0%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,1%</b>
<b>Máximo</b>	<b>87,5%</b>	<b>537,6%</b>	<b>233,0%</b>	<b>234,4%</b>	<b>338,1%</b>	<b>600,8%</b>	<b>117,1%</b>
Contagem	26	29	36	33	38	35	41

continua

conclusão

<b>Estatística Descritiva</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
Nível de confiança (95,0%)	9,0%	37,7%	16,9%	17,0%	20,0%	38,8%	7,1%
<b>Intervalo Superior</b>	<b>49,5%</b>	<b>124,9%</b>	<b>80,9%</b>	<b>71,9%</b>	<b>71,5%</b>	<b>109,2%</b>	<b>39,3%</b>
<b>Intervalo Inferior</b>	<b>31,5%</b>	<b>49,5%</b>	<b>47,1%</b>	<b>37,8%</b>	<b>31,6%</b>	<b>31,5%</b>	<b>25,1%</b>

Fonte: Elaboração Própria

**TABELA 4 – ESTATÍSTICA DESCRITIVA DO CUSTO DE CAPITAL IMPLÍCITO DAS EMPRESAS DO MERCADO TRADICIONAL – ANOS 2007 A 2013**

<b>Estatística Descritiva</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>Média</b>	<b>27,9%</b>	<b>28,3%</b>	<b>25,3%</b>	<b>32,3%</b>	<b>39,2%</b>	<b>32,3%</b>	<b>16,1%</b>
Erro padrão	4,0%	4,2%	3,9%	6,7%	10,9%	5,9%	3,1%
<b>Mediana</b>	<b>22,1%</b>	<b>21,7%</b>	<b>19,3%</b>	<b>16,4%</b>	<b>21,6%</b>	<b>17,1%</b>	<b>9,3%</b>
Moda	-	-	-	-	-	-	-
<b>Desvio padrão</b>	<b>25,8%</b>	<b>28,1%</b>	<b>23,5%</b>	<b>48,6%</b>	<b>73,8%</b>	<b>37,2%</b>	<b>21,0%</b>
Variância	6,7%	7,9%	5,5%	23,6%	54,5%	13,8%	4,4%
Curtose	1039,7%	1567,6%	492,1%	1430,8%	3526,8%	984,8%	1336,5%
Assimetria	272,3%	347,7%	218,5%	356,7%	564,4%	282,7%	323,3%
Intervalo	146,6%	168,8%	97,0%	274,1%	497,3%	196,7%	120,8%
<b>Mínimo</b>	<b>0,6%</b>	<b>2,4%</b>	<b>4,6%</b>	<b>1,7%</b>	<b>2,3%</b>	<b>1,5%</b>	<b>0,2%</b>
<b>Máximo</b>	<b>147,2%</b>	<b>171,1%</b>	<b>101,6%</b>	<b>275,9%</b>	<b>499,6%</b>	<b>198,2%</b>	<b>121,0%</b>
Contagem	42	44	36	52	46	40	47
Nível de confiança (95,0%)	8,0%	8,5%	7,9%	13,5%	21,9%	11,9%	6,2%
<b>Intervalo Superior</b>	<b>36,0%</b>	<b>36,9%</b>	<b>33,2%</b>	<b>45,8%</b>	<b>61,1%</b>	<b>44,2%</b>	<b>22,2%</b>
<b>Intervalo Inferior</b>	<b>19,9%</b>	<b>19,8%</b>	<b>17,4%</b>	<b>18,8%</b>	<b>17,3%</b>	<b>20,4%</b>	<b>9,9%</b>

Fonte: Elaboração Própria

Os dados mencionados acima mostram, de forma geral, uma diminuição gradual do custo de capital implícito médio das empresas do Novo Mercado e do Mercado Tradicional durante os anos de estudo. Comparando as informações ano a ano durante todo o período analisado (14 anos), a média do custo de capital implícito das empresas do Novo Mercado

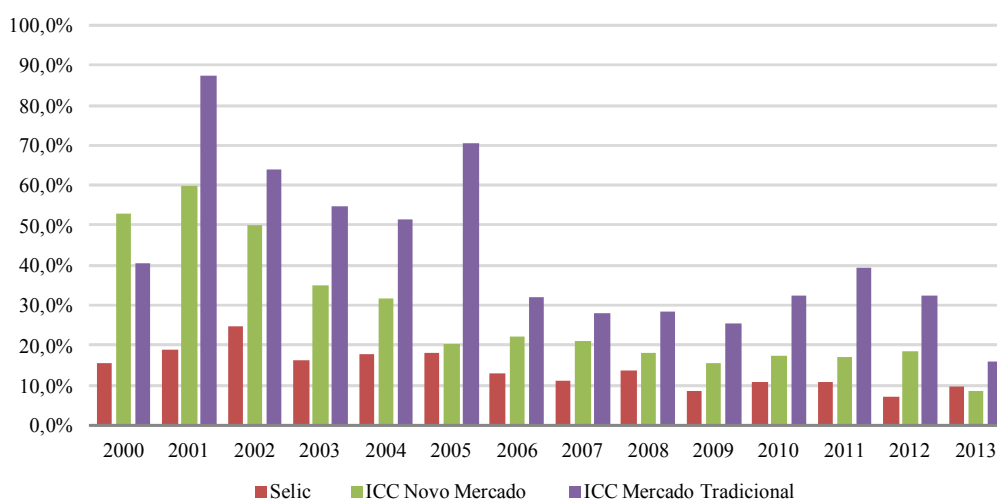
apresentou queda em 10 dos 14 anos e as empresas do Mercado Tradicional em 9 dos 14 anos pesquisados.

Por outro lado, essa diminuição pode ser observada mais acentuadamente nas empresas do Novo Mercado, que apresentaram um custo médio de capital implícito inferior às empresas do Mercado Tradicional em todos os anos pesquisados, exceto no ano 2000, corroborando os resultados encontrados em Hail (2002), Chen, Chen e Wei (2003), Ashbaugh, Collins e Lafond (2004), Alencar (2007), Rogers, Securato e Ribeiro (2008) e Alencar e Lopes (2008). Assim, o custo médio de capital implícito de 2000 a 2013 foi de 27,5% para as empresas do Novo Mercado contra 43% das empresas do Mercado Tradicional, uma diferença de 15,3 pontos percentuais ou variação de 35,6%. Especificamente em 2013, as empresas do Novo Mercado apresentaram um custo médio de capital implícito de 8,5% contra 16,1% das empresas do Mercado Tradicional, uma diferença de 7,5% pontos percentuais.

As variações de um ano para outro podem ser explicadas, pelo menos em parte, através da variação da taxa de juros da economia do Brasil, a taxa Selic, que afeta diretamente a gestão financeira das empresas. Para analisar a intensidade dessa relação faz-se uso da correlação linear, que, segundo Triola (2013, p.417) “mede a força da correlação linear entre valores quantitativos emparelhados de  $x$  e  $y$  em uma mesma amostra”.

A evolução do custo de capital implícito das empresas do Novo Mercado e Mercado Tradicional com a taxa Selic pode ser visualizada a seguir.

**GRÁFICO 4 – EVOLUÇÃO DA TAXA SELIC E DO CUSTO DE CAPITAL IMPLÍCITO DAS EMPRESAS DO NOVO MERCADO E MERCADO TRADICIONAL**



O mesmo raciocínio pode ser aplicado à variabilidade dos dados, ou seja, as empresas do Novo Mercado apresentam uma menor variabilidade do custo de capital implícito comparada as do Mercado Tradicional, conclusão que pode ser vista pelo menos através de duas formas: o intervalo de confiança com seus limites inferior e superior e o coeficiente de variação dos dados.

O intervalo de confiança é calculado pela média do custo de capital implícito subtraída do nível de confiança, com o objetivo de encontrar o limite inferior, e pela média somada ao nível de confiança, para encontrar o limite superior. Este intervalo consiste no conjunto de valores em torno da média amostral no qual se julga estar a verdadeira média populacional, neste caso, com um nível de confiança de 95%. Comparando os intervalos de confiança observa-se que as empresas do Novo Mercado geralmente possuem valores menores entre os limites inferior e superior.

Outra forma de analisar a variabilidade dos dados dá-se através do coeficiente de variação. Segundo Anderson, Sweeney e Williams (2011, p.84) “o coeficiente de variação é uma medida da variabilidade relativa: ele mede o desvio padrão relativo a media”.

A Tabela 5 retrata o coeficiente de variação histórico das empresas do Novo Mercado e Mercado Tradicional e verifica a variação percentual entre as duas medidas. Através dela, nota-se uma variabilidade significativamente menor dos dados das empresas do Novo Mercado em relação ao Mercado Tradicional em quase todos os anos da pesquisa.

**TABELA 5 – COEFICIENTE DE VARIAÇÃO DAS EMPRESAS DO NOVO MERCADO E MERCADO TRADICIONAL**

Ano	Novo Mercado	Mercado Tradicional	Variação %
2000	0,77	0,55	39,8%
2001	0,39	1,14	-65,8%
2002	0,75	0,78	-3,8%
2003	0,54	0,88	-37,9%
2004	1,03	1,18	-12,9%
2005	0,73	1,61	-54,6%
2006	0,65	0,70	-6,5%
2007	0,62	0,92	-33,1%
2008	0,43	0,99	-56,5%
2009	0,60	0,93	-34,9%
2010	0,73	1,50	-51,5%

continua

conclusão

Ano	Novo Mercado	Mercado Tradicional	Variação %
2011	0,82	1,88	-56,2%
2012	1,38	1,15	20,1%
2013	0,96	1,30	-26,4%

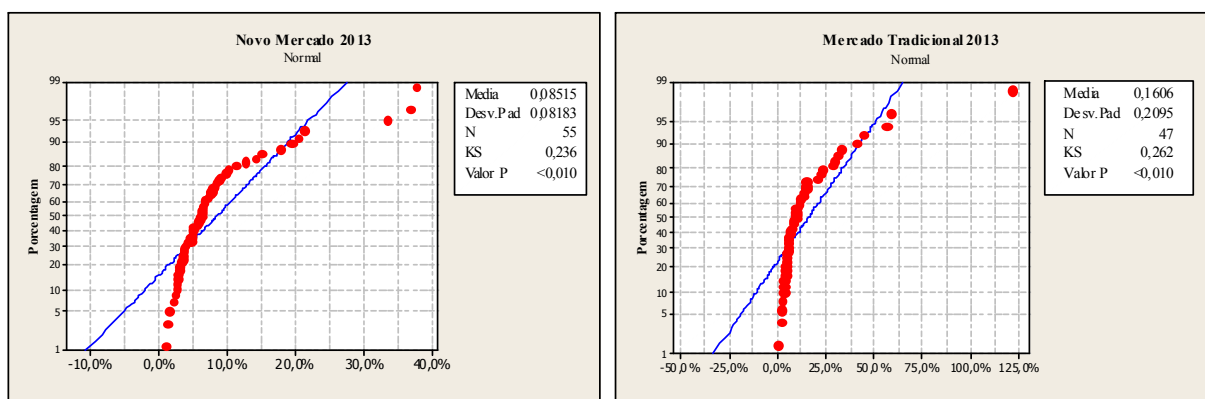
Fonte: Elaboração Própria.

#### 4.2 PROCEDIMENTOS ADOTADOS PARA A DEFINIÇÃO DO MÉTODO ESTATÍSTICO DE ANÁLISE DOS DADOS

Na definição da estatística a ser utilizada no teste de hipótese, se paramétrica ou não paramétrica, faz-se necessário investigar se as séries de dados utilizadas na pesquisa, ou seja, o custo de capital implícito de cada conjunto de dados (empresas do Novo Mercado e Mercado Tradicional) em cada ano pesquisado (2000 a 2013) são provenientes de uma distribuição normal de frequência, pressuposto fundamental da estatística paramétrica.

Para verificar a normalidade dos dados fez-se uso do teste de *Kolmogorov-Smirnov*, que compara a função de distribuição acumulada empírica dos dados da amostra com a distribuição esperada se os dados apresentassem distribuição normal. Se a diferença observada for suficientemente grande, o teste rejeitará a hipótese da normalidade da população. Como exemplo, o gráfico 5 mostra a aplicação do teste aos dados de 2013 relativos as empresas do Novo Mercado e Mercado Tradicional.

**GRÁFICO 5 – EXEMPLO DA APLICAÇÃO DO TESTE DE NORMALIDADE DE *KOLMOGOROV-SMIRNOV***



Fonte: Elaboração Própria



O teste confirma a hipótese da normalidade dos dados se o *valor p* for maior do que  $\alpha$  (nível de significância - representa o máximo de risco aceitável para rejeitar uma hipótese nula verdadeira e se expressa como uma probabilidade cujos valores se encontram entre 0 e 1 – nesse caso,  $\alpha = 0,05$ ). Esse resultado não foi confirmado na maioria dos casos, razão pela qual foi utilizado um teste de hipótese não paramétrico.

Segundo Triola (2013, p.534) “testes não paramétricos não exigem que as amostras venham de populações com distribuições normais ou qualquer outra distribuição particular”. De acordo com a metodologia proposta por Triola (2013) e Stevenson (2001) utiliza-se na presente pesquisa o teste da soma de Postos de Wilcoxon para duas amostras independentes. Segundo Triola (2013, p.550), trata-se de “um teste não paramétrico que usa os postos de dados amostrais de duas populações independentes para testar a hipótese nula de que as duas amostras independentes provêm de populações com medianas iguais”. A hipótese alternativa afirma que as duas populações possuem medianas diferentes, ou que uma das populações possui mediana maior ou menor do que a outra.

Na presente pesquisa assume-se a hipótese alternativa de que a população de empresas do Novo Mercado possui mediana menor do que a população de empresas do Mercado Tradicional.

- a)  $H_0 : \mu_1 = \mu_2$  (indica que não há diferença entre o custo de capital implícito das empresas do Novo Mercado e do Mercado Tradicional ou que as empresas do Novo Mercado apresentam custo de capital implícito maior comparativamente);
- b)  $H_1 : \mu_1 < \mu_2$  (indica que o custo de capital de implícito das empresas do Novo Mercado ( $\mu_1$ ) é menor do que as empresas do Mercado Tradicional ( $\mu_2$ )).

Triola (2013) informa que o teste da soma de Postos de Wilcoxon requer que as duas amostras sejam independentes e que cada uma delas tenha mais de 10 valores, ambos atendidos com os dados da presente pesquisa.

A estatística de teste é descrita através das seguintes equações:

$$z = \frac{R - \mu_R}{\sigma_R} \tag{31}$$

$$\mu_R = \frac{n_1(n_1 + n_2 + 1)}{2}$$

$$\sigma_R = \sqrt{\frac{n_1 \times n_2 \times (n_1 + n_2 + 1)}{12}}$$

Em que:

$n_1$  : tamanho da amostra para a qual se encontrou a soma  $R$  dos postos

$n_2$  : tamanho da outra amostra

$R$ : soma dos postos da amostra de tamanho  $n_1$

Triola (2013) informa também que o teste da soma de Postos de Wilcoxon é equivalente ao teste U de Mann-Whitney e que ambos se aplicam as mesmas situações e levam sempre às mesmas conclusões.

A estatística de teste de Mann-Whitney é dada pela seguintes equações:

$$z = \frac{U - \frac{n_1 \times n_2}{2}}{\sqrt{\frac{n_1 \times n_2 \times (n_1 + n_2 + 1)}{12}}} \quad (32)$$

$$U = n_1 \times n_2 + \frac{n_1 \times (n_1 + 1)}{2} - R$$

#### 4.3 RESULTADOS DOS TESTES ESTATÍSTICOS

Inicialmente todos os dados foram agrupados e submetidos ao teste de Mann-Whitney ou teste da soma de Postos de Wilcoxon. Os resultados confirmam a hipótese adotada na pesquisa de que as empresas do Novo Mercado possuem custo de capital implícito menor em relação às empresas do Mercado Tradicional.

Observa-se pela figura 4 que o resultado do teste aponta que o custo de capital implícito das empresas do Novo Mercado é inferior as empresas do Mercado Tradicional. Essa conclusão é baseada no *valor p* do teste de hipótese, nesse caso, menor do que 0,05.

**FIGURA 4 – RESULTADO DO TESTE DE MANN-WHITNEY OU SOMA DE POSTOS DE WILCOXON**

	$\eta$	N	Mediana
<b>Novo Mercado</b>	$\eta_1$	460	0,15174
<b>Mercado Tradicional</b>	$\eta_2$	545	0,25201

<b>Resultado</b>
A estimativa pontual para $\eta_1 - \eta_2$ é -0,08594
O intervalo de confiança percentílico de 95,0 para $\eta_1 - \eta_2$ é (-0,10762;-0,06550)
D = 192269,0
Teste de $\eta_1 = \eta_2$ versus $\eta_1 < \eta_2$ significativo a <b>0,0000</b>

Fonte: Elaboração Própria

Em seguida foram executados testes para cada ano com o objetivo de testar a hipótese de pesquisa durante o período de 2000 a 2013.

A tabela 6 contempla o conjunto de resultados da pesquisa.

**TABELA 6 – RESULTADOS DO TESTE DE MANN-WHITNEY OU SOMA DE POSTOS DE WILCOXON**

	Ano	$\eta$	N	Mediana	Int Confiança ( $\eta_1 - \eta_2$ )	valor p	Conclusão
Novo Mercado	<b>2000</b>	$\eta_1$	10	0,4767	(-0,1304; 0,2876)	-	<b>Não rejeitar <math>H_0</math></b>
Mercado Tradicional		$\eta_2$	26	0,3347			
Novo Mercado	<b>2001</b>	$\eta_1$	11	0,6578	(-0,3419; 0,1860)	<b>0,3248</b>	<b>Não rejeitar <math>H_0</math></b>
Mercado Tradicional		$\eta_1$	29	0,6815			
Novo Mercado	<b>2002</b>	$\eta_1$	16	0,3507	(-0,3048; 0,1112)	<b>0,2110</b>	<b>Não rejeitar <math>H_0</math></b>
Mercado Tradicional		$\eta_2$	36	0,4529			
Novo Mercado	<b>2003</b>	$\eta_1$	12	0,3175	(-0,2949; 0,0731)	<b>0,1744</b>	<b>Não rejeitar <math>H_0</math></b>
Mercado Tradicional		$\eta_1$	33	0,3485			
Novo Mercado	<b>2004</b>	$\eta_1$	13	0,1638	(-0,2858; 0,0200)	<b>0,0723</b>	<b>Não rejeitar <math>H_0</math></b>
Mercado Tradicional		$\eta_1$	38	0,3131			
Novo Mercado	<b>2005</b>	$\eta_1$	22	0,1690	(-0,2709; -0,0741)	<b>0,0002</b>	<b>Rejeitar <math>H_0</math></b>
Mercado Tradicional		$\eta_1$	35	0,3120			
Novo Mercado	<b>2006</b>	$\eta_1$	19	0,1999	(-0,1651; 0,0109)	<b>0,0460</b>	<b>Rejeitar <math>H_0</math></b>
Mercado Tradicional		$\eta_1$	41	0,2530			

continua

conclusão

	Ano	$\eta$	N	Mediana	Int Confiança ( $\eta_1$ - $\eta_2$ )	valor p	Conclusão																																																																				
Novo Mercado	<b>2007</b>	$\eta_1$	54	0,1847	(-0,0863; 0,0235)	<b>0,1463</b>	<b>Não rejeitar <math>H_0</math></b>																																																																				
Mercado Tradicional		$\eta_1$	42	0,2207				Novo Mercado	<b>2008</b>	$\eta_1$	55	0,17610	(-0,09543; -0,00313)	<b>0,0175</b>	<b>Rejeitar <math>H_0</math></b>	Mercado Tradicional	$\eta_1$	44	0,21669	Novo Mercado	<b>2009</b>	$\eta_1$	33	0,1377	(-0,1055; 0,0067)	<b>0,0481</b>	<b>Rejeitar <math>H_0</math></b>	Mercado Tradicional	$\eta_1$	36	0,1928	Novo Mercado	<b>2010</b>	$\eta_1$	49	0,1408	(-0,0722; 0,0130)	<b>0,0909</b>	<b>Não rejeitar <math>H_0</math></b>	Mercado Tradicional	$\eta_1$	52	0,1640	Novo Mercado	<b>2011</b>	$\eta_1$	61	0,1159	(-0,1422; -0,0222)	<b>0,0025</b>	<b>Rejeitar <math>H_0</math></b>	Mercado Tradicional	$\eta_1$	46	0,2164	Novo Mercado	<b>2012</b>	$\eta_1$	50	0,1157	(-0,1107; -0,0199)	<b>0,0031</b>	<b>Rejeitar <math>H_0</math></b>	Mercado Tradicional	$\eta_1$	40	0,1714	Novo Mercado	<b>2013</b>	$\eta_1$	55	0,06204	(-0,05129; -0,00176)	<b>0,0158</b>	<b>Rejeitar <math>H_0</math></b>
Novo Mercado	<b>2008</b>	$\eta_1$	55	0,17610	(-0,09543; -0,00313)	<b>0,0175</b>	<b>Rejeitar <math>H_0</math></b>																																																																				
Mercado Tradicional		$\eta_1$	44	0,21669				Novo Mercado	<b>2009</b>	$\eta_1$	33	0,1377	(-0,1055; 0,0067)	<b>0,0481</b>	<b>Rejeitar <math>H_0</math></b>	Mercado Tradicional	$\eta_1$	36	0,1928	Novo Mercado	<b>2010</b>	$\eta_1$	49	0,1408	(-0,0722; 0,0130)	<b>0,0909</b>	<b>Não rejeitar <math>H_0</math></b>	Mercado Tradicional	$\eta_1$	52	0,1640	Novo Mercado	<b>2011</b>	$\eta_1$	61	0,1159	(-0,1422; -0,0222)	<b>0,0025</b>	<b>Rejeitar <math>H_0</math></b>	Mercado Tradicional	$\eta_1$	46	0,2164	Novo Mercado	<b>2012</b>	$\eta_1$	50	0,1157	(-0,1107; -0,0199)	<b>0,0031</b>	<b>Rejeitar <math>H_0</math></b>	Mercado Tradicional	$\eta_1$	40	0,1714	Novo Mercado	<b>2013</b>	$\eta_1$	55	0,06204	(-0,05129; -0,00176)	<b>0,0158</b>	<b>Rejeitar <math>H_0</math></b>	Mercado Tradicional	$\eta_1$	47	0,09285								
Novo Mercado	<b>2009</b>	$\eta_1$	33	0,1377	(-0,1055; 0,0067)	<b>0,0481</b>	<b>Rejeitar <math>H_0</math></b>																																																																				
Mercado Tradicional		$\eta_1$	36	0,1928				Novo Mercado	<b>2010</b>	$\eta_1$	49	0,1408	(-0,0722; 0,0130)	<b>0,0909</b>	<b>Não rejeitar <math>H_0</math></b>	Mercado Tradicional	$\eta_1$	52	0,1640	Novo Mercado	<b>2011</b>	$\eta_1$	61	0,1159	(-0,1422; -0,0222)	<b>0,0025</b>	<b>Rejeitar <math>H_0</math></b>	Mercado Tradicional	$\eta_1$	46	0,2164	Novo Mercado	<b>2012</b>	$\eta_1$	50	0,1157	(-0,1107; -0,0199)	<b>0,0031</b>	<b>Rejeitar <math>H_0</math></b>	Mercado Tradicional	$\eta_1$	40	0,1714	Novo Mercado	<b>2013</b>	$\eta_1$	55	0,06204	(-0,05129; -0,00176)	<b>0,0158</b>	<b>Rejeitar <math>H_0</math></b>	Mercado Tradicional	$\eta_1$	47	0,09285																				
Novo Mercado	<b>2010</b>	$\eta_1$	49	0,1408	(-0,0722; 0,0130)	<b>0,0909</b>	<b>Não rejeitar <math>H_0</math></b>																																																																				
Mercado Tradicional		$\eta_1$	52	0,1640				Novo Mercado	<b>2011</b>	$\eta_1$	61	0,1159	(-0,1422; -0,0222)	<b>0,0025</b>	<b>Rejeitar <math>H_0</math></b>	Mercado Tradicional	$\eta_1$	46	0,2164	Novo Mercado	<b>2012</b>	$\eta_1$	50	0,1157	(-0,1107; -0,0199)	<b>0,0031</b>	<b>Rejeitar <math>H_0</math></b>	Mercado Tradicional	$\eta_1$	40	0,1714	Novo Mercado	<b>2013</b>	$\eta_1$	55	0,06204	(-0,05129; -0,00176)	<b>0,0158</b>	<b>Rejeitar <math>H_0</math></b>	Mercado Tradicional	$\eta_1$	47	0,09285																																
Novo Mercado	<b>2011</b>	$\eta_1$	61	0,1159	(-0,1422; -0,0222)	<b>0,0025</b>	<b>Rejeitar <math>H_0</math></b>																																																																				
Mercado Tradicional		$\eta_1$	46	0,2164				Novo Mercado	<b>2012</b>	$\eta_1$	50	0,1157	(-0,1107; -0,0199)	<b>0,0031</b>	<b>Rejeitar <math>H_0</math></b>	Mercado Tradicional	$\eta_1$	40	0,1714	Novo Mercado	<b>2013</b>	$\eta_1$	55	0,06204	(-0,05129; -0,00176)	<b>0,0158</b>	<b>Rejeitar <math>H_0</math></b>	Mercado Tradicional	$\eta_1$	47	0,09285																																												
Novo Mercado	<b>2012</b>	$\eta_1$	50	0,1157	(-0,1107; -0,0199)	<b>0,0031</b>	<b>Rejeitar <math>H_0</math></b>																																																																				
Mercado Tradicional		$\eta_1$	40	0,1714				Novo Mercado	<b>2013</b>	$\eta_1$	55	0,06204	(-0,05129; -0,00176)	<b>0,0158</b>	<b>Rejeitar <math>H_0</math></b>	Mercado Tradicional	$\eta_1$	47	0,09285																																																								
Novo Mercado	<b>2013</b>	$\eta_1$	55	0,06204	(-0,05129; -0,00176)	<b>0,0158</b>	<b>Rejeitar <math>H_0</math></b>																																																																				
Mercado Tradicional		$\eta_1$	47	0,09285																																																																							

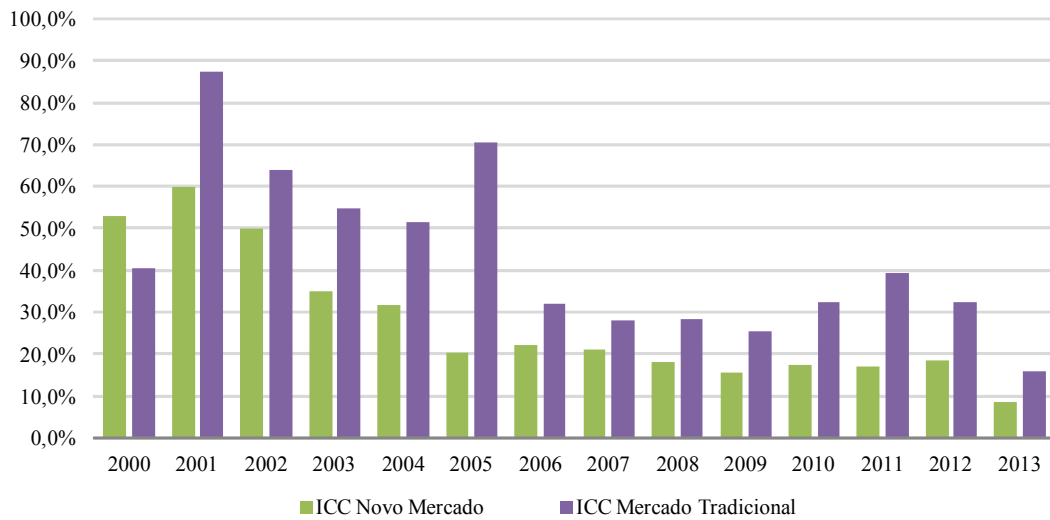
Fonte: Elaboração Própria.

O teste de hipótese evidencia que com um nível de confiança de 95% pode-se aceitar a hipótese de pesquisa de que as empresas do Novo Mercado possuem um custo de capital implícito menor em relação às empresas do Mercado Tradicional. Essa conclusão é válida para os anos 2005, 2006, 2008, 2009, 2011, 2012 e 2013. Com um nível de confiança de 90% pode-se estender essa conclusão para os anos de 2004 e 2010.

Para os anos 2000, 2001, 2002, 2003 e 2007 o teste de hipótese não confirmou a hipótese de pesquisa com os níveis de confiança propostos, entretanto, destaca-se o fato de que apenas no ano 2000 o custo médio de capital implícito das empresas do Novo Mercado foi maior em relação às empresas do Mercado Tradicional. Nesse sentido, o ano 2000 possui importância relativa inferior aos demais anos da pesquisa, pois os segmentos de listagem da BM&FBovespa foram lançados em dezembro daquele ano, ou seja, não houve tempo suficiente para que o Novo Mercado abrigasse uma relação de empresas suficiente para a realização de comparações com o Mercado Tradicional.

O gráfico 6 mostra a evolução do custo de capital implícito médio das empresas do Novo Mercado e Mercado Tradicional.

**GRÁFICO 6 – EVOLUÇÃO DO CUSTO DE CAPITAL IMPLÍCITO DAS EMPRESAS DO NOVO MERCADO E MERCADO TRADICIONAL**



Fonte: Elaboração Própria.

A despeito das primeiras pesquisas empíricas sobre governança corporativa no Brasil, a partir da criação do Novo Mercado da BM&FBovespa, resta evidente que nos últimos 10 anos existem fortes indícios apontando para custos de capital menores para maiores níveis de governança corporativa.

## 5 CONCLUSÃO

O objetivo da pesquisa foi verificar se as empresas do Novo Mercado da BM&FBovespa possuem custo de capital implícito menor em comparação as empresas de capital aberto do Mercado Tradicional. Dessa forma, a pesquisa estudou a relação entre dois temas de fundamental importância para a administração de empresas, a governança corporativa e o custo de capital.

A hipótese assumida é que empresas que adotam melhores práticas de governança corporativa possuem menor custo de capital implícito em relação àquelas que não as adotam e os resultados da pesquisa confirmaram essa hipótese.

O período de análise compreendeu os anos 2000 a 2013 e a base de empresas estudada foi formada pelas 228 companhias com maior ativo total registrado em 2013, 114 empresas pertencentes ao Novo Mercado e 114 ao Mercado Tradicional.

O custo de capital implícito foi calculado para cada empresa da amostra por meio do método de Easton (2004) e os instrumentos estatísticos utilizados na pesquisa para a realização do teste de hipótese foram os testes da soma de Postos de Wilcoxon ou o teste U de Mann-Whitney, ambos equivalentes de acordo com Triola (2013).

Os resultados dos testes com todos os dados agrupados apontaram que há diferenças estatisticamente significativas entre o custo de capital implícito das empresas do Novo Mercado e do Mercado Tradicional e o custo de capital implícito das empresas do Novo Mercado é menor em relação às empresas do Mercado Tradicional. Os mesmos testes foram aplicados ano a ano e essa conclusão foi válida para os anos 2005, 2006, 2008, 2009, 2011, 2012 e 2013 com um nível de confiança de 95%.

A conclusão geral da pesquisa é que nos últimos 10 anos existem fortes indícios apontando para custos de capital menores para maiores níveis de governança corporativa.

A pesquisa também analisou os elementos mais importantes da Teoria de Agência e Teoria da Divulgação como fundamentos da governança corporativa e verificou a importância cada vez maior do custo de capital implícito em comparação aos modelos tradicionais de estimação, como o CAPM, APM e Três Fatores de Fama e French.

O presente trabalho pretende contribuir para o entendimento das formas em que o fortalecimento da governança corporativa gera valor para a sociedade, corroborar os estudos que afirmam que boas práticas de governança corporativa contribuem para o desempenho e fortalecimento das empresas, enfatizar que melhor governança corporativa melhora a condição dos investidores avaliarem a gestão da empresa e o valor de suas ações, reflete-se em melhores sistemas de gestão para os administradores e melhores mecanismos de proteção para os acionistas. Da mesma forma pretende-se agregar valor à discussão sobre os diversos métodos de estimação de custo de capital próprio existentes, suas características e aplicabilidade no Brasil.

As limitações da pesquisa estão relacionadas primeiramente a medida de governança corporativa adotada, que, por si só, pode não ser suficiente para definir o nível de governança praticado por uma empresa; em segundo lugar, ao processo de escolha da amostra, que não contempla instituições financeiras, empresas de capital fechado e instituições como cooperativas de organizações sem fins lucrativos, e que, por ser um processo de escolha não aleatório, não pode ter seus resultados generalizados para toda população. A pesquisa não contempla o uso da projeção de analistas.

Como sugestão para pesquisas futuras, pode-se desenvolver pesquisa semelhante para instituições financeiras, trabalhar na ampliação das variáveis de governança corporativa utilizando elementos que possam ser observados pelo mercado, como por exemplo, a emissão de ADRs, utilizar outras variáveis de controle como liquidez das ações e setor da economia, estimar modelos econométricos robustos para avaliar a significância estatística de outras variáveis na explicação do custo de capital, aplicar modelos como o de Hou, Van Dijk e Zhang (2012) para calcular as expectativas de fluxo de caixa das empresas e assim chegar ao custo de capital implícito, assim como, utilizar outros métodos para sua estimação.

## REFERÊNCIAS

ABOODY, D.; KASZNIK, R. CEO stock option awards and the timing of corporate voluntary disclosures. **Journal of Accounting and Economics**, Amsterdam, v. 29, n. 1, p. 73-100, 2000.

AGUIAR, A. B.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. Adoção de práticas de governança corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, São Paulo, v. 39, n. 4, p.338-347, out./nov./dez. 2004.

ALENCAR, R. C. Custo de capital próprio e nível de disclosure nas empresas brasileiras. **Brazilian Business Review (BBR)**, Vitória, v. 2, n. 1, p. 1-12, jan./jun. 2005.

\_\_\_\_\_. **Nível de disclosure e custo de capital próprio no mercado Brasileiro**. 2007. 124 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-14032008-120509/pt-br.php>>. Acesso em: 23 mar. 2014.

ALENCAR, R. C.; LOPES, A. B. Custo do capital próprio e nível de disclosure nas empresas brasileiras. In: CONGRESSO USP CONTROLADOIA E CONTABILIDADE, 5., 2005, São Paulo. **Anais eletrônicos...** São Paulo: FEA/USP, 2005. Disponível em: <[http://www.fucape.br/\\_public/producao\\_cientifica/2/Alencar-Custo%20do%20Capital%20Proprio%20e%20Nivel.pdf](http://www.fucape.br/_public/producao_cientifica/2/Alencar-Custo%20do%20Capital%20Proprio%20e%20Nivel.pdf)>. Acesso em: 23 mar. 2014.

\_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. Disclosure and cost of equity in emerging markets: the Brazilian case. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 8. 2008, Rio de Janeiro. **Anais eletrônicos ...** Rio de Janeiro: SBFIn, 2008. Disponível em: <[http://www.fucape.br/\\_public/producao\\_cientifica/2/Roberta.pdf](http://www.fucape.br/_public/producao_cientifica/2/Roberta.pdf)>. Acesso em 25 mar. 2013.

ANDERSON, D. R.; SWEENEY, D. J.; WILLIAMS, T. A. **Estatística aplicada à administração e economia**. Tradução José Carlos Barbosa. São Paulo: Cengage Learning, 2011.

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

ARGOLO, É. F. B.; LEAL, R. P. C.; ALMEIDA, V. S. E. **O modelo de Fama e French é aplicável no Brasil?** Rio de Janeiro: UFRJ /COPPEAD, 2012. 27 p.; 27cm. – (Relatórios COPPEAD; 402). Disponível em: <[http://www.coppead.ufrj.br/upload/publicacoes/402\\_completo.pdf](http://www.coppead.ufrj.br/upload/publicacoes/402_completo.pdf)>. Acesso em 12 mar. 2014.



ASHBAUGH, H.; COLLINS, D. W.; LAFOND, R. **Corporate governance and the cost of equity capital**. Working paper, University of Wisconsin, and University of Iowa, 2004.

ASSAF NETO, ALEXANDRE. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2003.

ASSAF NETO, A.; LIMA, F. G.; ARAÚJO, A. M. P. Uma proposta metodológica para o cálculo do custo de capital no Brasil. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 43, n. 1, p. 72-83, jan./fev./mar. 2008.

BENETTI, C.; DECOURT, R. F.; TERRA, P. R. S. **The practice of corporate finance in an emerging market: preliminary evidence from the Brazilian survey**. In: Annual Meeting of the Financial Management Association. 2007. Disponível em: <[http://www.fep.up.pt/investigacao/cempre/actividades/sem\\_fin/sem\\_fin\\_01\\_05/PAPERS\\_PD\\_F/paper\\_sem\\_fin\\_19abr07.pdf](http://www.fep.up.pt/investigacao/cempre/actividades/sem_fin/sem_fin_01_05/PAPERS_PD_F/paper_sem_fin_19abr07.pdf)>. Acesso em 11 abr. 2013.

BERGER, A. N.; BONACCORSI DI PATTI, E. Capital structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the banking industry. **Journal of Banking & Finance**, Amsterdam, v. 30, n. 4, p. 1065-1102, 2006.

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

BLACK, B. S.; CARVALHO, A. G.; SAMPAIO, J. O. The evolution of corporate governance in Brazil. **Emerging Markets Review**, [S.l], v. 20, p. 176–195, set. 2014.

BLACK, B. The corporate governance behavior and market value of russian firms. **Emerging Markets Review**, [S.l], v. 2, n. 2, p. 89-108, jun. 2001.

BM&FBOVESPA. **Empresas listadas**. 2013. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/empresas-listadas/BuscaEmpresaListada.aspx?Idioma=pt-br>>. Acesso em: 14 jun. 2013.

\_\_\_\_\_. **Folder do Novo Mercado**. São Paulo, 2009. Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/Folder\\_NovoMercado.pdf](http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/Folder_NovoMercado.pdf)>. Acesso em: 15 jun. 2014.

\_\_\_\_\_. **O que são segmentos de listagem**. 2014. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/o-que-sao-segmentos-de-listagem.aspx?Idioma=pt-br>>. Acesso em: 15 jun. 2014.

\_\_\_\_\_. **Regulamento de Listagem do Novo Mercado**. São Paulo, 2011. Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/Regulamento-de-Listagem-do-Novo-Mercado.pdf>>. Acesso em: 16 jun. 2014.

BODIE, Z.; KANE, A.; MARCUS, A. J. **Investimentos**. Tradução Suely Sonoe Murai Cuccio. 8. ed. Porto Alegre: McGraw Hill Brasil, 2010.

BOOZ & COMPANY. **Panorama da governança corporativa no Brasil**. São Paulo, 2009. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br/userfiles/GC-Panorama2009.pdf>>. Acesso em: 13 out. 2013.

BORNHOLT, G. N. Extending the capital asset pricing model: the reward beta approach. **Journal of Accounting and Finance**, [S.l.], v. 47, n.1, p. 69-83, 2007.

BOTOSAN, C. A. Disclosure level and the cost of equity capital. **The Accounting Review**, Sarasota, v. 72, n. 3, p. 323-349, 1997.

BOTOSAN, C. A.; PLUMLEE, M. **Assessing the construct validity of alternative proxies for expected cost of equity capital**. Abril 2002. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=310181>>. Acesso em: 19 maio 2014.

\_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. **Disclosure level and expected cost of equity capital: an examination of analysts' rankings of corporate disclosure**. Janeiro, 2000. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=208148>>. Acesso em: 18 maio 2014.

\_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. **Estimating expected cost of equity capital: a theory-based approach**. Julho 2001. University of Utah Working Paper. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=279309](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=279309)>. Acesso em 18 maio 2014.

\_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital. **Journal of Accounting Research**, Chicago, v. 40, n. 1, p. 21-40, 2002.

BRAGA, L. O. E. **Aspectos legais referentes á informação, á proteção aos minoritários e às novas práticas de gestão como condição de desenvolvimento do Mercado de Capitais brasileiro**. 2006. 162 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Direito, Universidade do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, Rio Grande do Sul, 2006. Disponível em: <<http://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/7482/000546080.pdf?sequence=1>>. Acesso em 13 jan. 2014.

BRAV, A.; LEHAVY, R.; MICHAELY, R. **Using expectations to test asset pricing models**. Working paper, 2003. Duke University Working Paper. Disponível em: <<http://forum.johnson.cornell.edu/faculty/michaely/using%20expectations%20to%20test%20asset%20pricing%20models.pdf>>. Acesso em 15 abr. 2013.

BREALEY, R.; MYERS, S.; ALLEN, F. **Princípios de finanças corporativas**. Tradução Maria do Carmo Figueira, Nuno de Carvalho. 8. ed. São Paulo: Mcgraw-hill, 2008.

BROWN, L.; CAYLOR, M. **Corporate governance and firm performance**. In: Presented at 15th Conference on Financial Economics and Accounting, University of Missouri. 2004.

BRUNI, A. L.; FAMÁ, R. **Liquidez e avaliação de ativos financeiros**. In: SEMINÁRIOS DE ADMINISTRAÇÃO FEA-USP, 3., 2000, São Paulo – SP. **Anais eletrônicos ...**, São Paulo: SEMEAD, 2000. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/Semead/3semead/pdf/Finan%E7as/Art037.PDF>>. Acesso em: 18 jul. 2013.

CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. Relação entre governança corporativa e valor de mercado: mitigando problemas de endogeneidade. **Revista de Gestão USP**, São Paulo, v. 15, n. 1, p. 61-77, jan./mar. 2008.

CALIJURI, M. S. S.; BISPO, J. S.; JUNQUEIRA, E. R. **Avaliação de empresas pelo Modelo Ohlson e Juettner-Nauroth (2005): Tutorial para uso**. In: 8º CONGRESSO USP DE CONTABILIDADE E CONTROLADORIA. 2008. São Paulo – SP. **Anais eletrônicos ...**, São Paulo, 2008. Disponível em: <<http://www.congressosp.fipecafi.org/web/artigos82008/377.pdf>>. Acesso em 31 maio 2014.

CARVALHO, A. G. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, São Paulo, v. 37, n. 3, p. 19-32, jul./set. 2002.

CHEN, K. CW; CHEN, Z.; WEI, KC J. **Disclosure, corporate governance, and the cost of equity capital: Evidence from Asia's emerging markets**. Unpublished working paper, 2003. Hong Kong University of Science and Technology Working Paper. Disponível em: <[http://www.eiod.org/uploads/Publications/Pdf/disclosure\\_kevin.pdf](http://www.eiod.org/uploads/Publications/Pdf/disclosure_kevin.pdf)>. Acesso em: 13 maio 2014.

CHOI, J. Y.; LEE, D. W.; PARK, K. Corporate governance and firm value: Endogeneity-free evidence from Korea. In: INTERNATIONAL CONFERENCE ON CORPORATE GOVERNANCE IN EMERGING MARKETS, 1., 2007, Istanbul. Anais eletrônicos... Washington, DC: IFC, 2007. Disponível em: <<http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/c4b5a90048a7e54ba0e7e76060ad5911/Lee%252C%2BChoi%252C%2BPark.pdf?MOD=AJPERES&ContentCache=NONE>>. Acesso em: 18 maio 2013.

CHUNG, K.H.; ELDER, J.; KIM, J.C. Corporate governance and liquidity. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Seattle, v. 45, n. 2, p. 265–291, 2010.

CLAESSENS, S.; YURTOGLU, B. B. Corporate governance in emerging markets: A survey. **Emerging Markets Review**, [S.l], v. 15, p. 1-33, 2013.

CLAUS, J.; THOMAS, J. Equity premia as low as three percent? Evidence from analysts' earnings forecasts for domestic and international stock markets. **Journal of Finance**, Cambridge, v. 56, n. 5, p. 1629-1666, 2001.

COSTA, A. R.; CAMARGOS, M. A. Análise empírica do impacto da adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa sobre o retorno dos acionistas. **REGE Revista de Gestão**, São Paulo, v. 13, n. 1, p. 31-42, jan./mar. 2006.

COSTI, R. M. **Determinantes do custo de capital implícito das empresas negociadas na Bovespa**. 129 f. 2008. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo, Rio Grande do Sul, 2008. Disponível em: <<http://biblioteca.asav.org.br/vinculos/tede/RicardoCostiContabeis.pdf>>. Acesso em 20 jun 2014.

CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**. Rio de Janeiro, 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc>>. Acesso em: 15 jun 2014.

DIAMOND, D.W.; VERRECCHIA, R.E. Disclosure, liquidity, and the cost of capital. **The Journal of Finance**, Cambridge, v. 46, n. 4, p. 1325–1359, 1991.

DONATO, L. G. **Liquidez e estrutura de capital das empresas**. 96 f. 2011. Dissertação (Mestrado - Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção e Área de Concentração em Economia, Organizações e Gestão do Conhecimento) - Escola de Engenharia de São Carlos da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/18/18157/tde-10112011-155426/pt-br.php>>. Acesso em: 14 set. 2013.

EASTERBROOK, F. H. Two agency-cost explanations of dividends. **American Economic Review**, Nashville, v.74, p. 650-659, 1984.

EASTERBROOK, F. H.; FICHEL, D. R. **The Economic Structure of Corporate Law**. Cambridge, Harvard University Press, 1991.

EASTON, P. PE ratios, PEG ratios, and estimating the implied expected rate of return on equity capital. **The accounting review**, Sarasota, v. 79, n. 1, p. 73-95, 2004.

EASTON, P.; MONAHAN, S.J. An evaluation of accounting-based measures of expected returns. **The Accounting Review**, Sarasota, v. 80, n. 2, p. 501-538, 2005.

EASTON, P.; SOMMERS, G. A. Effect of analysts' optimism on estimates of the expected rate of return implied by earnings forecasts. **Journal of Accounting Research**, Chicago, v. 45, p. 983-1015, 2007.

ELTON, E. J. Expected return, realized return, and asset pricing tests. **The Journal of Finance**, Cambridge, v. 54, n. 4, p. 1199-1220, 1999.

FAMA, E. F. Agency problems and the theory of the firm. **Journal of Political Economy**, Chicago, v. 88, n. 2, p. 288-307, 1980.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Common risk factors in the returns on stocks and bonds. **Journal of financial economics**, Amsterdam, v. 33, n. 1, p. 3-56, 1993.

\_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. Industry costs of equity. **Journal of financial economics**, Amsterdam, v. 43, n. 2, p. 153-193, 1997.

\_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. The corporate cost of capital and the return on corporate investment. **The Journal of Finance**, Cambridge, v. 54, n. 6, p. 1939-1967, 1999.

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Agency problems and residual claims. **Journal of law and Economics**, Chicago, v. 26, n.2, p. 327-349, 1983.

FARINHA, J. **Corporate governance: a review of the literature**. Disponível em: <<http://www.fep.up.pt/investigacao/cete/papers/dp0306.pdf>>. Acesso em: 18 maio 2013.

FELTHAM, G. A.; OHLSON, J. A. Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. **Contemporary accounting research**, Toronto, v. 11, n. 2, p. 689-731, 1995.

FRANCIS, J. et al. Costs of equity and earnings attributes. **The Accounting Review**, Sarasota, v. 79, n. 4, p. 967-1010, 2004.

GARBRECHT, G. T.; ESPEJO, M. M. S. B.; SOARES, R.O. Custo de Capital na Pesquisa em Contabilidade: uma análise em periódicos internacionais no período de 1981 a 2012. **Registro Contábil**, Maceió, v. 5, n. 1, p. 87-107, 2014. Disponível em: <<http://www.seer.ufal.br/index.php/registrocontabil/article/view/87>>. Acesso em: 09 jun. 2014.

GARMAISE, M. J.; LIU, J. **Corruption, firm governance, and the cost of capital**. AFA 2005 Philadelphia Meetings Paper. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=644017> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.644017>>. Acesso em: 13 maio 2014.

GEBHARDT, W., LEE, C.M., SWAMINATHAN, B. Toward an implied cost of capital. **Journal of Accounting Research**, Chicago, n. 39, p. 135-176, 2001.

GIBBINS, M.; RICHARDSON, A. J.; WATERHOUSE, J. The management of financial disclosure: opportunism, ritualism, policies and processes. **Journal of Accounting Research**, Chicago, v. 28, p. 121-143, 1990.

GODE, DAN; MOHANRAM, PARTHA. Inferring the cost of capital estimates using the Ohlson-Juettner model. **Review of Accounting Studies**. Boston, v. 8, n. 4, p. 399-431, 2003.

GOMPERS, P., J. ISHII AND A. METRICK. Corporate Governance and Equity Prices. **Quarterly Journal of Economics**, Cambridge, n. 118, p. 105-155, 2003.

GORDON, J. **The investment, financing and valuation of the corporation**. Homewood, Il: Irwin, 1962.

GORDON, J.; GORDON, M. The finite horizon expected return model. **Financial Analysts Journal**, Charlottesville , vol. 53, n. 3, p. 52-61, 1997.

GOULART, A. M. C. **Evidenciação contábil do risco de mercado por instituições financeiras no Brasil**. 2003. 202 f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-08122003-122400/pt-br.php>>. Acesso em: 14 set. 2013.

GRAHAM, J. R.; HARVEY, C. R. The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. **Journal of financial economics**, Amsterdam, v. 60, n. 2, p. 187-243, 2001.

GREGÓRIO, J. **Análise comparativa da rentabilidade do setor bancário privado atuante no Brasil no período de 1997 a 2004**. São Paulo: 2005. 113 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 2005. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-13062006-100404/pt-br.php>>. Acesso em: 14 set. 2013.

GUERRA, S. **Os papéis do conselho de administração em empresas listadas no Brasil**. São Paulo: 2009. 216 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 2009. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-11092009-141955/pt-br.php>>. Acesso em 15 jan. 2014.

HAIL, L. **The impact of voluntary corporate disclosures on the ex ante cost of capital for swiss firms**. Maio 2002. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=279276> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.279276>>. Acesso em 23 jun. 2014.

HAIL, L.; LEUZ, C. Cost of capital effects and changes in growth expectations around US cross-listings. **Journal of financial economics**, Amsterdam, v. 93, n. 3, p. 428-454, 2009.

HART, O. D. The Market Mechanism as an Incentive Scheme. **Bell Journal of Economics**, Santa Monica, p. 42-64, 1983.

HEALY, P. M.; PALEPU, K. G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. **Journal of accounting and economics**, Amsterdam, v. 31, n. 1, p. 405-440, 2001.

HOU, K.; VAN DIJK, M. A.; ZHANG, Y. The implied cost of capital: A new approach. **Journal of Accounting and Economics**, Amsterdam, v. 53, n. 3, p. 504-526, 2012.

IBGC - INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 4.ed. São Paulo, 2009a. Disponível em: <[http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/Codigo\\_Final\\_4a\\_Edicao.pdf](http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/Codigo_Final_4a_Edicao.pdf)>. Acesso em: 29 jul. de 2013.

\_\_\_\_\_. **Linha do tempo**. São Paulo, 2014. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18887>>. Acesso em: 24 out. 2014.

\_\_\_\_\_. **Panorama da governança corporativa no Brasil**. São Paulo, 2001. Disponível em <[http://www.ecgi.org/codes/documents/kf\\_mck\\_governan.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/kf_mck_governan.pdf)>. Acesso em: 29 jul. de 2013.

\_\_\_\_\_. **Panorama da governança corporativa no Brasil**. São Paulo, 2009b. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br/userfiles/GC-Panorama2009.pdf>>. Acesso em: 29 jul. de 2013.

JENSEN, M. C. The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems. **Journal of Finance**, Cambridge, n. 48, p. 831-880, 1993.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v.3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JENSEN, M. C.; MURPHY, K. J. Performance Pay and Top Management Incentives. **Journal of Political Economy**, Chicago, n. 98, p. 225-264, 1990.

JOHN, K.; SENBET, L.W. Corporate governance and board effectiveness. **Journal of Banking & Finance**, Amsterdam, v. 22, n. 4, p. 371-403, 1998.

LA PORTA, R. et al. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v. 58, p. 3-27, October, 2000.

\_\_\_\_\_. Legal Determinants of External Finance. **Journal of Finance**, Cambridge, v. 52, p. 1131-1150, 1997.

LAMBERT, R.; LEUZ, C.; VERRECCHIA, R. E. Accounting information, disclosure, and the cost of capital. **Journal of Accounting Research**, Chicago, v. 45, n. 2, p. 385-420, 2007.

LANG, MARK; LUNDHOLM, RUSSELL. Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosures. **Journal of accounting research**, Chicago, p. 246-271, 1993.

LEFTWICH, R. Market failure fallacies and accounting information. **Journal of Accounting & Economics 2**, Amsterdam, p. 193-211, 1980.

LEUZ, C.; VERRECCHIA, R. E. The economic consequences of increased disclosure. **Journal of accounting research**, Chicago, p. 91-124, 2000.

LIMA, G. A. S. F. **Utilização da teoria da divulgação para avaliação da relação do nível de disclosure com o custo da dívida das empresas brasileiras**. São Paulo: 2007. 118 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 2007. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-26112007-165145/pt-br.php>>. Acesso em 25 jan 2014.

LIMA, V. S. et al. Convergência contábil e custo de capital Próprio: evidências em um mercado emergente. In: XXXIV ENANPAD, 2010, Rio de Janeiro. XXXIV ENANPAD, 2010. v. 1. **Anais eletrônicos ...** Rio de Janeiro, 2010. Disponível em: <[http://www.anpad.org.br/diversos/trabalhos/EnANPAD/enanpad\\_2010/CONT/2010\\_CON1452.pdf](http://www.anpad.org.br/diversos/trabalhos/EnANPAD/enanpad_2010/CONT/2010_CON1452.pdf)>. Acesso em: 21 set. 2014.



LOPES, A. B.; MARTINS, E. **Teoria da contabilidade: uma nova abordagem**. São Paulo: Atlas, 2006.

MALACRIDA, M. J. C; YAMAMOTO, M. M. Governança Corporativa: nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa. **Revista Contabilidade e Finanças - USP**, São Paulo, Edição Comemorativa, p. 65-79, set. 2006.

MARCONI, M. A.; LAKATOS, E. M. **Fundamentos de metodologia científica**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

MARKOWITZ, H. Portfolio Selection. **Journal of Finance**, Cambridge, v. 7, n. 1, p. 77-91, 1952.

MARTINS, E. **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. São Paulo: Atlas, 2001.

MARTINS, E. et al. Evidências empíricas de modelos de estimação do custo de capital próprio. **Brazilian Business Review**, Vitória, v. 3, n. 2, p. 137-156, 2006.

MARTINS, V. A.; SILVA, R. L. M.; NARDI, P. C. C. Governança corporativa e liquidez das ações. In: ENCONTRO DA ANPAD, 30, 2006, Salvador. **Anais...** Salvador: Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, 2006.

MAZER, L. P. **O impacto do nível de transparência no custo do capital próprio das empresas do Ibovespa**. 2007. 111 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, 2007. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/96/96133/tde-04092007-103917/en.php>>. Acesso em: 19 ago 2013.

MCKINSEY & COMPANY, KORN/FERRY INTERNATIONAL. **Panorama de Governança Corporativa no Brasil**. São Paulo, 2001. Disponível em: <[http://www.ecgi.org/codes/documents/kf\\_mck\\_governan.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/kf_mck_governan.pdf)>. Acesso em 12 jun. 2013.

MELO, R. S. et al. A contribuição da governança corporativa para o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto. **REGE Revista de Gestão**, São Paulo, v. 20, n. 1, p. 79-92, 2013.

MENDONÇA NETO, O. R.; RICCIO, E. L. A qualidade da informação contábil e o risco de liquidez de mercado. In: ANPCONT, 2, 2008, Salvador. **Anais eletrônicos...**, Bahia: ANPCONT, 2008. Disponível em:

<[http://www.furb.br/congressocont/\\_files/MFC%20218.pdf](http://www.furb.br/congressocont/_files/MFC%20218.pdf)>. Acesso em 12 jun 2013.

MINARDI, A. M.; SANVICENTE, A. MONTEIRO; MONTEIRO, R. R. Spread de compra e venda no mercado acionário brasileiro, liquidez, assimetria de informação e prêmio por liquidez. In: V ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS. Rio de Janeiro. 2005.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. **Journal of financial Economics**, Amsterdam, v. 20, p. 293-315, 1988.

MORELLEC, E.; NIKOLOV, B.; SCHÜRHOFF, N. Corporate governance and capital structure dynamics. **The Journal of Finance**, Cambridge, v. 67, n. 3, p. 803-848, 2012.

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, n. 13, p. 187-221, 1984.

NAKAMURA, W. T. et al. Estudo sobre os Níveis de Disclosure Adotados pelas Empresas Brasileiras e seu Impacto no Custo de Capital. In: 30. ENCONTRO DA ANPAD. **Anais eletrônicos...** Salvador: Setembro, 2006. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br/enanpad/2006/dwn/enanpad2006-fica-2315.pdf>>. Acesso em: 31 maio 2014.

NODA, R. F.; MARTELANC, R. ; SECURATO, J. R. **Eficiência da carteira de mercado no plano média-variância**. In: ENCONTRO DA SOCIEDADE BRASILEIRA DE FINANÇAS, 2013, Rio de Janeiro. Anais do EBFIn 2013, 2013. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbfin/article/viewFile/12343/23117>>. Acesso em: 22 jun. 2014

OECD - ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. **Principles of corporate governance 2004**. OECD Publishing, 2004. Disponível em: <<http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>>. Acesso em: 13 maio 2013.

OHLSON, J. A. Earnings, book values, and dividends in equity valuation. **Contemporary Accounting Research**, Toronto, v. 11, p. 666-687, 1995.

OHLSON, J. A.; JUETTNER-NAUROTH, B. E. Expected eps and eps growth as determinants of value. **Review of Accounting Studies**, Vancouver, v. 10, p. 349-365, 2005.

\_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. **Expected eps and eps growth as determinants of value earnings**. New York University Working Paper, p.1-23, Set. 2000.

PATAH, J. R. K. **Concentração do controle, governança corporativa e o impacto na liquidez das ações de empresas brasileiras**. 2012. 43 f. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia) - Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2012. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/9279/Disserta%C3%A7%C3%A3o%20final%20-%20entregue.pdf?sequence=3>>. Acesso em: 29 jun. 2013.

PRATT, S. P.; GRABOWSKI, R. J. **Cost of capital: applications and examples**. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, 2008.

PROCIANOY, J. L.; VERDI, R. S. Adesão aos novos mercados da BOVESPA: novo mercado, nível 1 e nível 2--determinantes e consequências. **Revista Brasileira de Finanças**, Rio de Janeiro, v. 7, n. 1, p. 107-136, 2009.

RAYES, A. C. R. W.; ARAÚJO, G. S.; BARBEDO, C. H. S. O modelo de 3 atores de Fama e French ainda explica os retornos no mercado acionário brasileiro? **Revista Alcance**, Biguaçu / Santa Catarina, v. 19, n. 1, p. 52-61 - jan./mar. 2012. Disponível em: <[file:///C:/Users/Marcelo/Downloads/Rayes\\_Ara%C3%BAjo\\_Barbedo\\_2012\\_O-modelo-de-3-fatores-de-fama-\\_7192.pdf](file:///C:/Users/Marcelo/Downloads/Rayes_Ara%C3%BAjo_Barbedo_2012_O-modelo-de-3-fatores-de-fama-_7192.pdf)>. Acesso em: 29 maio 2014.

RIBEIRO NETO, R. M.; FAMÁ, R. Uma alternativa de crescimento para o mercado de capitais brasileiro - o novo mercado. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, São Paulo, v. 37, n. 1, 2002.

ROGERS, P.; SECURATO, J. R. Estudo comparativo no mercado brasileiro do capital asset pricing model (CAPM), modelo 3-fatores de Fama e French e reward beta approach. **RAC-Eletrônica**, Curitiba, v. 3, n. 1, art. 9, p. 159-179, jan./abr. 2009. Disponível em: <<http://www.pablo.prof.ufu.br/artigos/enanpad9.pdf>>. Acesso em: 01 jun. 2014.

ROGERS, P.; SECURATO, J. R.; RIBEIRO, K. C. S. Governança corporativa, custo de capital e retorno do investimento no Brasil. **REGE Revista de Gestão**, São Paulo, v. 15, n. 1, p. 61-77, jan./mar. 2008. Disponível em: <<http://www.revistas.usp.br/rege/article/view/36630/39351>>. Acesso em: 17 mar. 2014.

ROLL, R. A critique of the asset pricing theory's tests Part I: On past and potential testability of the theory. **Journal of financial economics**, Amsterdam, v. 4, n. 2, p. 129-176, 1977.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração Financeira**. Tradução de Antonio Zorato Sanvicente. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

ROSSONI, LUCIANO. LEGITIMIDADE, Legitimidade, Governança Corporativa e Desempenho: Análise das Empresas da BM&FBovespa. **Rae: Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 53, n. 3, p. 272-289, 2013. Disponível em: <<http://rae.fgv.br/sites/rae.fgv.br/files/artigos/10.1590-0034-7590201300300005.pdf>>. Acesso em 15 mar. 2014.

ROSSONI, L.; GUARIDO FILHO, E. R. O que faz um nome? Antecedentes da reputação das empresas de capital aberto brasileiras. In: XXXV ENANPAD, 2011, Rio de Janeiro. **Anais eletrônicos....** Rio de Janeiro: ANPAD, 2011. p. 1-17. Disponível em: <<file:///C:/Users/Marcelo/Downloads/Rossoni%20e%20Guarido%20Filho%202011%20-%20O%20que%20faz%20um%20nome%20ESO2890.pdf>>. Acesso em: 15 jun. 2014.

ROVER, S. **Disclosure socioambiental e custo de capital próprio de companhias abertas no Brasil**. 2013. 197 f. Tese (Doutor em Ciências) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2012. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-15042013-133514/pt-br.php>>. Acesso em 11 Out 2014.

SAITO, R.; SILVEIRA, A. M. Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 48, n. 2, p. 79-86, 2008.

SALMASI, S. V.; MARTELANC, R. Governança corporativa e custo de capital próprio no Brasil. **Revista de Contabilidade da UFBA**, Salvador, v. 3, n. 1, p. 101-117, 2009.

SCHOR, A.; BONOMO, M.; PEREIRA, P. L.V. **Arbitrage pricing theory (APT) e variáveis macroeconômicas: um estudo empírico sobre o mercado acionário brasileiro**. Rio de Janeiro, 1998. Disponível em: <<http://www.econ.puc-rio.br/pdf/td391.pdf>>. Acesso em: 21 maio 2014.

SEGRETI, J. B.; RODRIGUEZ, G. M.; PELEIAS, I. R. Governança corporativa: estudo dos motivos que impedem a adesão das companhias abertas ao novo mercado da Bovespa. **Contextus-Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, Fortaleza, v. 4, n. 1, p. p. 7-16, 2006.

SHIVDASANI, A. Board Composition, Ownership Structure and Corporate Control. **Journal of Accounting and Economics**, Amsterdam, n. 16, p. 167-198, 1993.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, Cambridge, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SILVA, RICARDO LUIZ MENEZES. **Divulgação de informações e liquidez de ações: evidências do setor de siderurgia e metalurgia do Brasil.** 2009. 155 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2009. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/96/96133/tde-06052009-173652/pt-br.php>>. Acesso em 30 jun. 2013.

SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil.** 2002. 165 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-04122002-102056/>>. Acesso em: 23 set. 2013.

\_\_\_\_\_. **Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

SILVEIRA, A. M.; SAITO, RICHARD. **Corporate governance in Brazil: landmarks, codes of best practices, and main challenges.** Out 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1268485> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1268485>>. Acesso em 16 jun. 2014.

SILVEIRA, A. M.; PEROBELLI, F. F. C.; BARROS, L. A. B. C. Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba, v. 12, n. 3, p. 763-788, 2008.

STEVENSON, WILLIAM J. **Estatística aplicada à administração.** Tradução Alfredo Alves de Farias. São Paulo: Editora Harbra Ltda, 2001.

TRIOLA, MARIO F. **Introdução à estatística: atualização da tecnologia.** Tradução e revisão técnica Ana Maria Lima de Farias, Vera Regina Lima de Farias e Flores. Rio de Janeiro: LTC, 2013.

VERRECCHIA, R. E. Discretionary disclosure. **Journal of Accounting & Economics**, Amsterdam, v. 5, p. 179-194, 1983.

VIEIRA, K. M.; MILACH, F. T. Liquidez/Iliquidez no mercado brasileiro: comportamento no período 1995-2005 e suas relações com o retorno. **Revista Base**, São Leopoldo, v. 5, n. 1, p. 5-16, jan./abr. 2008.

WESTON, J. F.; BRIGHAM, E. F. **Fundamentos da administração financeira.** Tradução Sidney Stancatti. 10ª Ed. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2000.

## APÊNDICE A – HISTÓRICO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO MUNDO

Ano	Evento (s)
1992	Publicação do Relatório <i>Cadbury</i> no Reino Unido.
1994	Pesquisa do <i>California Public Employees Retirement System</i> (Calpers) revela práticas próprias de governança corporativa em grandes companhias dos EUA.
1995	Publicação do Relatório <i>Vienot</i> na França.
1997	Criação do novo mercado ( <i>Neuer Markt</i> ) da Bolsa de Frankfurt. Federação Japonesa das Organizações Econômicas lança relatório com recomendações sobre governança corporativa.
1998	Publicação do <i>Combined Code</i> pelo Comitê <i>Hampel</i> no Reino Unido. O Comitê de Governança Corporativa, estabelecido pelo Fórum de Governança Corporativa do Japão, elabora "Os Princípios de Governança Corporativa - Uma Visão Japonesa". A OCDE cria o <i>Business Sector Advisory Group on Corporate Governance</i> .
1999	Divulgação de <i>Principles of Corporate Governance</i> pela OCDE.
2000	Estudo do Banco Mundial e McKinsey conclui que investidores estão dispostos a pagar entre 18% a 28% a mais por empresas com governança corporativa.
2001	Divulgação ao mundo sobre os problemas de fraude contábil na Enron e interrupção das operações da empresa de auditoria norte-americana Arthur Andersen. Diversas empresas norte-americanas são obrigadas a refazer suas demonstrações financeiras. O código produzido pela OCDE é revisado e incorpora o resultado de debates internacionais.
2002	Aprovação da Lei <i>Sarbanes-Oxley</i> (SOX). A <i>Securities and Exchange Commission</i> (SEC) edita algumas normas complementares e a Bolsa de Valores de Nova York aprova novos requisitos de governança corporativa como condição para listagem de empresas.
2003	Anúncio de normas semelhantes à Bolsa de Nova York pela Nasdaq. Escândalo corporativo na Parmalat, o primeiro de muitos problemas de governança corporativa com grandes empresas da Europa Continental. Na Inglaterra, é lançado o <i>Higgs Report</i> , contendo recomendações sobre o papel dos conselheiros externos. É lançado o <i>Revised Combined Code</i> , uma revisão do código de governança britânico. As empresas do país passam a ser sujeitas à regra do " <i>comply or explain</i> " (pratique ou explique), sendo obrigadas a divulgar de forma clara as eventuais práticas de governança não adequadas às recomendações do código do país. Na Alemanha, é lançado o código de governança alemão, seguindo de forma similar a abordagem do " <i>comply or explain</i> ".
2004	A partir de recomendação da quinta Mesa Redonda de Governança Corporativa da América Latina, a OCDE cria o Círculo de Companhias. FTSE e ISS lançam índice internacional de governança. AASB 1046 - Austrália exige divulgação de remuneração dos administradores.
2005	OCDE lança documento com diretrizes de boa governança corporativa para empresas de controle estatal. ICGN lança seu código de melhores práticas de governança corporativa.
2006	Mais um problema de governança corporativa é anunciado no mercado norte-americano: mais de 130 empresas são acusadas de manipular as datas de concessão dos planos de opções de ações dos seus executivos, visando aumentar seus ganhos pessoais. O escândalo, conhecido como <i>options backdating</i> , causa a demissão de mais de 50 CEOs e conselheiros. 2ª revisão do <i>Combined Code</i> (UK) com a adoção do <i>proxy voting</i> . ICGN lança o guia <i>Executive Remuneration Guidelines</i> , com foco na estruturação de pagamento dos executivos no longo prazo e nas políticas de divulgação da remuneração.
2007	ICGN lança guia sobre responsabilidade dos acionistas: <i>Statement of Principles on Institutional Shareholder Responsibilities</i> .
2008	Crise financeira expõe problemas de gestão de riscos e o papel dos conselhos de administração.
2009	Ostrom e Williamson levam Nobel de Economia por estudos relacionados à governança corporativa. O fundador e presidente do conselho de administração da companhia indiana de tecnologia da informação Satyam admitiu ter manipulado os balanços da empresa: 94% do caixa não existia.

continua

conclusão

Ano	Evento (s)
2010	Aprovado o <i>Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act</i> .
2011	Caso Steve Jobs na <i>Apple</i> demanda maior atenção e debates sobre sucessão nas organizações.
2012	Abertura do capital do <i>Facebook</i> com ações sem direito a voto.
2013	Lançado pelo IIRC o documento com a estrutura conceitual para relato integrado - " <i>The international Framework</i> " Fundo Soberano da Noruega anuncia postura ativista nas empresas das quais é acionista por meio da criação de um conselho especial de governança corporativa.
2014	Passam a vigorar na Suíça normas de governança aprovadas nos últimos anos. Entram em vigor, na Índia, as normas do <i>Companies Act</i> que exigem padrões de governança corporativa. No Canadá, normas da <i>Toronto Stock Exchange (TSX)</i> passam a exigir das companhias listadas a maioria absoluta de votos para as eleições dos conselheiros.

Fonte: Adaptado de IBGC (2014).

## APÊNDICE B – HISTÓRICO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

Ano	Evento (s)
1995	Fundação do Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), atual IBGC.
1996	O primeiro evento público do IBCA, no Museu de Arte Moderna, abre ciclo de debates inédito no país sobre conselheiros de administração e governança corporativa.
1997	É aprovada a Lei 9.457, reformando a Lei das Sociedades Anônimas original (Lei 6.404/1976). A Lei revoga o Tag Along de 100% para ordinaristas, sendo considerada um retrocesso na questão dos direitos dos acionistas minoritários.
1998	Primeiro fundo voltado para a governança (Dynamo Puma), no programa de Valor e Liquidez do BNDESPar. JC Penney adquire controle da Lojas Renner por meio de oferta hostil, sem tag along. IBCA realiza primeiro curso para conselheiros.
1999	O Instituto - IBCA - passa a se denominar IBGC. Lançado o primeiro código brasileiro sobre governança corporativa, o "Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa", de autoria do IBGC. CVM lança Instrução 299 sobre ofertas públicas e rodízio de auditorias.
2000	IBGC realiza o 1º Congresso Brasileiro de Governança Corporativa, em comemoração ao 5º aniversário do Instituto, com a intenção de divulgar os conceitos e práticas de governança. A Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa) lança oficialmente os segmentos diferenciados de governança corporativa: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. CVM multa JC Penney pelo episódio com a Lojas Renner.
2001	BM&FBovespa cria o Índice de Governança Corporativa (IGC) com o objetivo de medir o desempenho de uma carteira composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança. A Lei das SAs é reformada, sendo promulgada a Lei 10.303/2001, apresentando avanços, embora tímidos, em relação ao projeto inicial.
2002	A CVM lança sua cartilha sobre governança: "Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa", voltada para as companhias abertas. A autarquia lança ainda as instruções 358 e 361 sobre informações relevantes e fechamento branco, respectivamente. CCR e Sabesp ingressam pioneiramente no Novo Mercado.
2003	1ª edição do Prêmio IBGC de Monografias. Lançada a pesquisa Panorama Atual da Governança Corporativa no Brasil, objeto de parceria entre o IBGC e a Booz Allen Hamilton. CVM lança instrução 381 sobre serviços oferecidos pelas auditorias.
2004	Retomada do movimento de <i>Initial public offering</i> (IPO's) no Brasil com listagem da Natura no Novo Mercado. A grande maioria das empresas listadas ingressa diretamente no Novo Mercado, segmento mais avançado de governança corporativa da BM&FBovespa. O IBGC lança, em edição revista e ampliada, a 3ª terceira versão do "Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa", abordando de forma didática e detalhada o papel dos diferentes públicos-alvo da governança.
2005	É realizada a oferta de ações da primeira companhia brasileira de capital amplamente disperso (Lojas Renner), uma inovação no modelo brasileiro de governança corporativa. O IBGC completa 10 anos e lança o livro "Uma década de Governança Corporativa - História do IBGC, marcos e lições da experiência". 1ª edição do Prêmio IBGC de Governança Corporativa.
2006	1ª edição do Prêmio IBGC/Itaú de Jornalismo. BM&FBovespa amplia regras para os níveis diferenciados de listagem. Neste mesmo ano, um caso de <i>insider trading</i> ocorrido durante a tentativa pioneira de aquisição hostil da Perdigão pela Sadia causa grande repercussão no mercado, aumentando a atenção do órgão regulador em operações similares.

continua



continuação

Ano	Evento (s)
2008	Escândalo Agrenco. IBGC lança a primeira Carta-Diretriz, se posicionando sobre o tema: Independência dos Conselheiros de Administração - Melhores Práticas e o Artigo 118 da Lei das Sociedades Anônimas.
2009	Em iniciativa inédita no Brasil, Usiminas divulga remuneração dos administradores em seu relatório anual de 2008. IBGC lança a quarta versão do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. CVM lança a instrução 480, nome oficial daquela que ficou conhecida como 'nova 202', referência à principal norma reformada. A 480 revoga 16 instruções, 3 deliberações e altera, de alguma forma, 28 normas de mercado, trazendo como uma das principais mudanças o aumento no nível de informações prestadas pelas companhias.
2010	Entram em vigor as Instruções da CVM 480 e 481, com o primeiro ano de uso do Formulário de Referência. Alteradas as regras da Instrução 361, que trata de OPA. Início das discussões sobre o projeto de Lei 6.826/2010, que responsabiliza as empresas por crimes de corrupção. Revisão do regulamento de governança corporativa proposta pela BM&FBovespa. A fraude bilionária no Banco Panamericano vem a público. Realizada capitalização de ações pela Petrobras.
2011	Promulgada a Lei nº 12.527 - Lei de Acesso à Informação (LAI), importante instrumento de ampliação da transparência e do controle social. Caso GPA e Odebrecht-Gardin: repercussão sobre temas da governança corporativa. Lançado site que discute direitos de minoritários nas assembleias. Criada a Instrução nº 509 que aumenta o prazo de rodízio de auditorias nas empresas que mantiverem Comitê de Auditoria Estatutário.
2012	Realizada a 18ª Conferência Mundial da IGCN no Brasil, quando foram debatidos e questionados os avanços em governança no País. Lançamento do Comitê de Aquisições e Fusões (CAF), formado pela Anbima, Amec, IBGC e BM&FBovespa. Aprovada Lei nº 12.683, que alterou a Lei de Lavagem de Dinheiro, trazendo impactos para as organizações. Caso Cosan e minoritários da Petrobras: repercussão sobre temas da governança corporativa. Movimento de fechamento de capital de empresas recentemente listadas em bolsa. Realizada a Conferência das Nações Unidas sobre Desenvolvimento Sustentável, a Rio +20. Debate no Senado Federal sobre cotas para mulheres nos conselhos de empresas públicas.
2013	Acúmulo de cargo no conselho da BRF e do Pão de Açúcar suscita debates sobre <i>board interlocking</i> e conflitos de interesse. Colapso das empresas do Grupo X alerta o mercado sobre possíveis falhas na governança como, <i>insider trading</i> , transparência e direitos dos acionistas minoritários. Fusão entre Oi e Portugal Telecom aponta dúvidas quanto à blindagem dos administradores em processos judiciais e quanto aos direitos dos acionistas minoritários. Comitê de Aquisições e Fusões (CAF) começa a funcionar. Criado o Grupo de Trabalho Interagentes, envolvendo diversas entidades, com o intuito de desenvolver agendas conjuntas para o aprimoramento do mercado de capitais brasileiro. Passa a vigorar a obrigatoriedade do Código de Conduta nas empresas listadas no Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Programa para simplificação de acesso à bolsa de valores para pequenas e médias empresas entra em desenvolvimento. CVM multa acionista do Universo Online S.A. por exercer indevidamente o direito de voto em assembleias que decidiram os rumos de fechamento de capital da empresa em 2011.

conclusão

Ano	Evento (s)
<b>2014</b>	<p>Lei Anticorrupção passa a vigorar, pressionando as companhias a melhorar seus instrumentos de compliance.</p> <p>Passa a vigorar a regra de vedação à acumulação de cargos de presidentes do conselho de administração e diretor presidente para as empresas de Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.</p> <p>Passam a vigorar regras de governança para empresas listadas no segmento Bovespa Mais.</p> <p>São alteradas a Instrução CVM nº 358/2002 e a Instrução CVM nº 480/2009, quanto à divulgação de ato ou fato relevante.</p> <p>CVM decide que os controladores da Oi, ainda que indiretamente beneficiados na fusão com a Portugal Telecom, poderiam votar na assembleia que aprovou a validação dos bens da tele portuguesa.</p>
<b>2014</b>	<p>CVM altera a Instrução CVM nº 400/03, que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.</p> <p>CVM expõe ao mercado entendimento sobre as tomadas hostis de controle.</p>

Fonte: Adaptado de IBGC (2014).

### APÊNDICE C – PESQUISAS SOBRE CUSTO DE CAPITAL

Autor	Pesquisa	Modelo usado para estimação do custo de capital próprio	Resultados
Botosan (1997)	Relação entre nível de <i>disclosure</i> e custo de capital.	Baseado em Ohlson (1995) e Feltham e Ohlson (1995).	Para as empresas com baixo acompanhamento de analistas, os resultados indicam que uma maior divulgação está associada a um menor custo de capital próprio.
Botosan e Plumlee (2001)	Associação entre custo esperado de capital próprio e três tipos de divulgação de informações (relatório anual, relatórios trimestrais ou outros e relatórios de relações com investidores).	Baseado em Ohlson (1995) e Feltham e Ohlson (1995), Modelo de crescimento de Gordon (crescimento de dividendos, crescimento de lucro e horizonte finito).	Quando se considera o total de divulgações da empresa, maior divulgação é associada a um maior custo de capital próprio. Entretanto, nível de <i>disclosure</i> e custo de capital variam conforme o tipo de divulgação (a divulgação do relatório anual está associada a um menor custo de capital próprio e um maior nível das outras publicações está associado a um maior custo de capital próprio).
Gebhardt e Swaminathan (2001)	Propor uma técnica alternativa para estimar o custo de capital próprio. Especificamente um modelo de renda residual descontado para gerar um custo de capital implícito de mercado.	Gebhardt, Lee e Swaminathan (2001)	O custo de capital implícito de uma empresa é uma função da indústria da qual ela é membro, razão B/M ( <i>book-to-market ratio</i> ), previsão da taxa de crescimento de longo prazo e da dispersão das previsões de lucros dos analistas.
Hail (2002)	Analisar o efeito da política de divulgação voluntária de uma empresa em seu custo de capital em um ambiente suíço.	Gebhardt, Lee e Swaminathan (2001)	Associação negativa e altamente significativa entre o nível de divulgação e o custo de capital próprio.
Chen, Chen e Wei (2003)	Analisar os efeitos de divulgação e de outros mecanismos de governança corporativa no custo de capital próprio em mercados emergentes da Ásia.	Ohlson (1995), Botosan (1997) e Gebhardt, Lee e Swaminathan (2001)	Divulgação e não divulgação de mecanismos de governança corporativa têm um efeito negativo significativo sobre o custo de capital próprio.
Schor, Bonomo e Pereira (2004)	Testar a validade empírica do modelo APM.	APM	Há ganho na explicação dos retornos dos ativos com a utilização do APM como alternativa ao CAPM.

continua

continuação

Autor	Pesquisa	Modelo usado para estimação do custo de capital próprio	Resultados
Ashbaugh, Collins e Lafond (2004)	Investigar a extensão em que os atributos de governança que são destinados a mitigar os problemas de agência afetam o custo de capital próprio das empresas.	Brav, Lehavy e Michealy (2003), Botosan e Plumlee (2002, 2004), Francis et al. (2004)	Há associação significativa entre uma série de atributos de governança e o custo de capital próprio das empresas (maior nível de divulgação de informações e maior número de comitês de auditoria independentes implicam em menor custo de capital). Além disso, foi encontrada uma relação negativa entre o custo de capital e a independência do conselho de administração.
Alencar (2005)	Relação entre nível de <i>disclosure</i> e custo de capital de empresas brasileiras.	CAPM	No mercado brasileiro o nível de <i>disclosure</i> não afeta o custo de capital.
Calijuri, Bispo e Junqueira (2008)	Analisar criticamente a aplicabilidade do modelo proposto por Ohlson e Juettner-Nauroth em 2005.	Ohlson e Juettner (2005)	O trabalho mostra que para aplicação do modelo OJ é necessário que os pressupostos sejam seguidos sob pena de invalidação da utilização do modelo, concluindo pela não aplicação em qualquer tipo de empresa.
Alencar e Lopes (2005)	Investiga se o nível de <i>disclosure</i> influencia o custo do capital para as empresas negociadas no mercado brasileiro.	CAPM	No mercado brasileiro o nível de <i>disclosure</i> não afeta o custo de capital.
Gregório (2005)	Investigar se a Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido (ROE) do setor bancário privado atuante no Brasil foi maior do que a dos setores não financeiros privados no período de 1997 a 2004.	CAPM	Embora o setor bancário privado, na média, tenha apresentado rentabilidade sobre o patrimônio líquido maior do que os setores privados não financeiros privados, essa rentabilidade não foi suficiente para cobrir o custo do capital próprio. Dessa forma, na média, os bancos não têm conseguido criar valor para os acionistas.

continuação

Autor	Pesquisa	Modelo usado para estimação do custo de capital próprio	Resultados
Martins et al. (2006)	Diferenças entre os valores estimados para o custo de capital próprio de empresas brasileiras através de quatro modelos e suas variantes.	Gordon, CAPM, APM e Ohlson-Juettner	A escolha do modelo não é indiferente com relação ao resultado da estimação do custo de capital próprio.
Nakamura et al. (2006)	Associação existente entre <i>disclosure</i> e custo de capital próprio das companhias abertas brasileiras.	CAPM, Dividendos Descontados (MDD) e Ohlson e Juettner (2000)	O modelo escolhido para cálculo do custo de capital interfere nos resultados obtidos nos testes empíricos, e que a variável <i>disclosure</i> pode se apresentar significativa em um modelo e não significativa em outro.
Mazer (2007)	Relação entre nível de <i>disclosure</i> e custo de capital de empresas brasileiras.	CAPM ajustado ao Brasil, conforme metodologia proposta por Assaf Neto (2003)	Os resultados não permitem afirmar que um maior grau de transparência implica em uma redução significativa do custo de capital das empresas brasileiras.
Alencar (2007)	Relação entre <i>disclosure</i> e custo de capital próprio no Brasil.	Modelo de Ohlson - Juettner-Nauroth operacionalizado por Easton (2004)	Foi verificada relação negativa e estatisticamente significativa entre custo de capital e <i>disclosure</i> para todas as empresas.
Lambert, Leuz e Verrecchia (2007)	Examinar se e como as informações contábeis sobre a empresa manifestam-se em seu custo de capital, apesar das forças da diversificação.	CAPM	A qualidade da informação contábil pode influenciar o custo do capital, tanto direta como indiretamente. Esse efeito pode ocorrer em qualquer direção, mas também pode derivar condições sob as quais um aumento na qualidade da informação leva a um declínio do custo de capital.
Rogers, Securato e Ribeiro (2008)	Verificar se empresas que adotam melhores práticas de governança corporativa possuem menor custo de capital e maior retorno do investimento.	Fama e French (1999)	O custo de capital e o retorno do investimento são menores para empresas com práticas de governança corporativa superiores.
Assaf Neto, Lima e Araujo (2008)	Sugerir um modelo que utiliza padrões de <i>benchmark</i> , sendo descritos os diversos ajustes necessários ao cálculo do custo de oportunidade dos acionistas das companhias brasileiras.	CAPM	Necessidade de apurar o custo de oportunidade dos investidores brasileiros utilizando o <i>benchmark</i> de uma economia mais estável.

conclusão

Autor	Pesquisa	Modelo usado para estimação do custo de capital próprio	Resultados
Alencar e Lopes (2008)	Relação entre divulgação e custo de capital para empresas brasileiras listadas em Bolsa.	Hail e Leuz (2009) com base em Ohlson e Juettner - Nauroth (2005) e Easton (2004)	O <i>disclosure</i> é fortemente associado com custo capital próprio <i>ex ante</i> para empresas brasileiras.
Salmasi e Martelanc (2009)	Relação entre boas práticas de governança corporativa e o custo de capital próprio em empresas brasileiras de capital aberto.	CAPM e Três Fatores de Fama e French	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 da BM&FBovespa.
Lima et al. (2010)	Associação entre a adoção dos dispositivos de convergência contábil no Brasil e o custo de capital próprio das companhias.	Claus e Thomas (2001), Gebhardt, Lee e Swaminathan (2001), Easton (2004) e Ohlson e Juettner-Nauroth (2005).	As evidências apontam não haver relação entre o custo de capital e a extensão de divulgação das práticas de convergência das companhias.
Argolo (2012)	Verificar se as estimativas do custo de capital obtidas através do modelo de três fatores de Fama e French são razoáveis para sua aplicação no Brasil.	Três Fatores de Fama e French	As estimativas obtidas somente com o prêmio de risco de mercado (PRM) aparentam ser mais razoáveis, do ponto de vista financeiro, do que as oferecidas pelo modelo de três fatores, cuja parametrização parece ser problemática para sua aplicação no Brasil.
Hou, Van Dijk e Zhang (2012)	Utilizar previsões de lucros de um modelo de corte transversal como <i>proxy</i> para as expectativas de fluxo de caixa e estimar o custo de capital implícito ( <i>Implied Cost of Capital - ICC</i> ) para uma grande amostra de empresas entre os anos 1968 e 2008.	Claus e Thomas (2000), Easton (2004), Gebhardt, Lee e Swaminathan (2001), Gordon e Gordon (1997) e Ohlson e Juettner-Nauroth (2005).	As previsões de lucros gerados pelo modelo de corte transversal são superiores as previsões dos analistas de mercado em termos de cobertura, viés de previsão e coeficiente de resposta de lucro. Além disso, o ICC baseado no modelo utilizado é uma <i>proxy</i> mais confiável para os retornos esperados do que o ICC com base nas previsões dos analistas de mercado.
Rover (2012)	Relação entre o <i>disclosure</i> voluntário socioambiental e o custo de capital próprio de companhias abertas no Brasil.	Claus e Thomas (2001), Ohlson e Juettner-Nauroth (2005) e Easton (2004)	Os resultados alcançados, no geral, indicam que o <i>disclosure</i> socioambiental impacta de maneira marginal o custo de capital próprio das empresas brasileiras, uma vez que sua influência pode ser verificada apenas com a divulgação do Relatório de Sustentabilidade elaborado de acordo com as diretrizes GRI e com o <i>disclosure</i> socioambiental desfavorável.

Fonte: Elaboração Própria

## APÊNDICE D – RELAÇÃO DE EMPRESAS UTILIZADAS NA PESQUISA

<b>Empresa (Economática®)</b>	<b>Segmento Governança</b>	<b>Empresa (Economática®)</b>	<b>Segmento Governança</b>
JBS	Novo Mercado	Petrobras	Tradicional
BRF SA	Novo Mercado	Telef Brasil	Tradicional
CPFL Energia	Novo Mercado	Ambev S/A	Tradicional
Cosan	Novo Mercado	Sid Nacional	Tradicional
Sabesp	Novo Mercado	Embratel Part	Tradicional
Tim Part S/A	Novo Mercado	Cosan Ltd	Tradicional
Fibria	Novo Mercado	Suzano Hold	Tradicional
Embraer	Novo Mercado	Lojas Americ	Tradicional
All Amer Lat	Novo Mercado	CPFL Geracao	Tradicional
Marfrig	Novo Mercado	Net	Tradicional
PDG Realt	Novo Mercado	AES Elpa	Tradicional
Cyrela Realt	Novo Mercado	Dufry Ag	Tradicional
Energias BR	Novo Mercado	Mendes Jr	Tradicional
CCR SA	Novo Mercado	Coelba	Tradicional
Light S/A	Novo Mercado	Paul F Luz	Tradicional
Tractebel	Novo Mercado	Comgas	Tradicional
Hypermarcas	Novo Mercado	Sanepar	Tradicional
Tereos	Novo Mercado	Whirlpool	Tradicional
MRV	Novo Mercado	Souza Cruz	Tradicional
Weg	Novo Mercado	Jereissati	Tradicional
Eneva	Novo Mercado	Ampla Energ	Tradicional
CPFL Renovav	Novo Mercado	Energisa	Tradicional
Copasa	Novo Mercado	Guararapes	Tradicional
Equatorial	Novo Mercado	Elektro	Tradicional
Brookfield	Novo Mercado	Ger Paranap	Tradicional
Biosev	Novo Mercado	Celipa	Tradicional
OSX Brasil	Novo Mercado	AES Tiete	Tradicional
Gafisa	Novo Mercado	Fer C Atlant	Tradicional
Duratex	Novo Mercado	Celpe	Tradicional
Rossi Resid	Novo Mercado	Cemat	Tradicional
Arteris	Novo Mercado	Rio Gde Ener	Tradicional
MMX Miner	Novo Mercado	Joao Fortes	Tradicional
B2W Digital	Novo Mercado	Coelce	Tradicional
Ecorodovias	Novo Mercado	Wembley	Tradicional
Magnesita SA	Novo Mercado	Coteminas	Tradicional
Natura	Novo Mercado	AES Sul	Tradicional
Iochp-Maxion	Novo Mercado	CPFL Piratininga	Tradicional
JSL	Novo Mercado	Wilson Sons	Tradicional
OGX Petroleo	Novo Mercado	Bandeirante Energ	Tradicional
JHSF Part	Novo Mercado	Ceb	Tradicional
Prumo	Novo Mercado	Escelsa	Tradicional
Sao Martinho	Novo Mercado	Rede Energia	Tradicional
Minerva	Novo Mercado	Casan	Tradicional
Triunfo Part	Novo Mercado	Evora	Tradicional
Helbor	Novo Mercado	Ceg	Tradicional
Even	Novo Mercado	Cosern	Tradicional
Magaz Luiza	Novo Mercado	Enersul	Tradicional
Dasa	Novo Mercado	Celul Irani	Tradicional
Tecnisa	Novo Mercado	Unipar	Tradicional
Localiza	Novo Mercado	Melhor SP	Tradicional
Autometal	Novo Mercado	LF Tel	Tradicional

continua

continuação

<b>Empresa (Econômica®)</b>	<b>Segmento Governança</b>	<b>Empresa (Econômica®)</b>	<b>Segmento Governança</b>
Lojas Renner	Novo Mercado	Josapar	Tradicional
Tupy	Novo Mercado	M G Poliest	Tradicional
Parapanema	Novo Mercado	Vulcabras	Tradicional
SLC Agricola	Novo Mercado	Telebras	Tradicional
Kroton	Novo Mercado	Emae	Tradicional
M.Diasbranco	Novo Mercado	Brasmotor	Tradicional
RaiaDrogasil	Novo Mercado	Sultepa	Tradicional
Anhanguera	Novo Mercado	Plascar Part	Tradicional
Vigor Food	Novo Mercado	La Fonte Tel	Tradicional
Direcional	Novo Mercado	Schulz	Tradicional
Qualicorp	Novo Mercado	Mundial	Tradicional
Fleury	Novo Mercado	Teka	Tradicional
BR Pharma	Novo Mercado	IGB S/A	Tradicional
Qgep Part	Novo Mercado	Bardella	Tradicional
Fer Heringer	Novo Mercado	Itautec	Tradicional
Eztec	Novo Mercado	Elekeiroz	Tradicional
Lojas Marisa	Novo Mercado	Bombril	Tradicional
Springs	Novo Mercado	Nadir Figuei	Tradicional
Metal Leve	Novo Mercado	GPC Part	Tradicional
V-Agro	Novo Mercado	Wlm Ind Com	Tradicional
Grendene	Novo Mercado	Kepler Weber	Tradicional
Rodobensimob	Novo Mercado	Dimed	Tradicional
Estacio Part	Novo Mercado	Panatlantica	Tradicional
Cvc Brasil	Novo Mercado	Dohler	Tradicional
Log-In	Novo Mercado	Millennium	Tradicional
Viver	Novo Mercado	Hoteis Othon	Tradicional
Smiles	Novo Mercado	Grazziotin	Tradicional
Positivo Inf	Novo Mercado	Cacique	Tradicional
Totvs	Novo Mercado	Iguacu Cafe	Tradicional
Hrt Petroleo	Novo Mercado	Redentor	Tradicional
Mills	Novo Mercado	Celgpar	Tradicional
Profarma	Novo Mercado	Aliperti	Tradicional
Imc Holdings	Novo Mercado	Sansuy	Tradicional
Multiplus	Novo Mercado	Santanense	Tradicional
Lupatech	Novo Mercado	Sauipe	Tradicional
BHG	Novo Mercado	Karsten	Tradicional
Inds Romi	Novo Mercado	Oderich	Tradicional
Providencia	Novo Mercado	Metisa	Tradicional
Cia Hering	Novo Mercado	Encorpar	Tradicional
Trisul	Novo Mercado	Pettenati	Tradicional
Locamerica	Novo Mercado	Lix da Cunha	Tradicional
Metalfrio	Novo Mercado	SPturis	Tradicional
Tegma	Novo Mercado	Cambuci	Tradicional
Valid	Novo Mercado	Ind Cataguas	Tradicional
Lopes Brasil	Novo Mercado	Aco Altona	Tradicional
Odontoprev	Novo Mercado	Tekno	Tradicional
Le Lis Blanc	Novo Mercado	DHB	Tradicional
BR Brokers	Novo Mercado	Minupar	Tradicional
Portobello	Novo Mercado	Buettner	Tradicional
Ideiasnet	Novo Mercado	Wetzel S/A	Tradicional
Eternit	Novo Mercado	Tecnosolo	Tradicional
Technos	Novo Mercado	Bic Monark	Tradicional
Linx	Novo Mercado	Estrela	Tradicional



conclusão

<b>Empresa (Economática®)</b>	<b>Segmento Governança</b>	<b>Empresa (Economática®)</b>	<b>Segmento Governança</b>
Arezzo Co	Novo Mercado	Riosulense	Tradicional
Cremer	Novo Mercado	Cobrasma	Tradicional
Tempo Part	Novo Mercado	Eletropar	Tradicional
Cr2	Novo Mercado	Minasmaquinas	Tradicional
Bematech	Novo Mercado	Trevisa	Tradicional
Csu Cardsyst	Novo Mercado	Springer	Tradicional
Ccx Carvao	Novo Mercado	Biommm	Tradicional
Unicasa	Novo Mercado	Sondotecnica	Tradicional
Renar	Novo Mercado	Baumer	Tradicional

Fonte: Elaboração Própria