
GOVERNANÇA CORPORATIVA, CUSTO DE CAPITAL E RETORNO DO INVESTIMENTO NO BRASIL

ARTIGO – FINANÇAS

Pablo Rogers

Mestre em Administração pela FAGEN-UFU. Doutorando em Administração na FEA-USP. Professor de Finanças e Contabilidade na Universidade Federal de Viçosa
E-mail: pablo@ufv.br

Recebido em: 18/03/2007

Aprovado em: 26/01/2008

José Roberto Securato

Doutor em Administração pela FEA-USP. Professor Titular de Finanças na FEA-USP
E-mail: securato@usp.br

Kárem Cristina de Sousa Ribeiro

Doutora em Administração pela FEA-USP. Pós-Doutora em Administração pela FEA-USP. Professora de Finanças na FAGEN-UFU
E-mail: kribeiro@ufu.br

RESUMO

Uma das hipóteses levantadas sobre os benefícios das boas práticas de governança corporativa é que, ao adotá-las, as empresas têm seu custo de capital reduzido e, conseqüentemente, o retorno sobre o investimento incrementado. Este trabalho tem por objetivo verificar se empresas que adotam melhores práticas de governança corporativa possuem menor custo de capital e maior retorno do investimento. Empregou-se a metodologia de Fama e French (1999) em dois mercados distintos, considerando-se as práticas de governança corporativa adotadas, identificadas pela participação das empresas no Novo Mercado e nos Níveis I e II de governança da Bovespa. Analisando-se dados trimestrais no período de dezembro de 2002 a dezembro de 2005, pode-se concluir que o custo de capital e o retorno do investimento são menores para empresas com práticas de governança corporativa superiores. Proporcionalmente, o custo de capital das empresas com práticas de governança corporativa superiores é 34,22% menor, e o retorno do investimento das empresas com práticas de governança corporativa inferiores é apenas 23% maior que o retorno do investimento das empresas com práticas de governança corporativa superiores.

Palavras-chave: Governança Corporativa, Custo de Capital, Retorno Sobre o Investimento.

CORPORATE GOVERNANCE, CAPITAL COST AND RETURN ON INVESTMENT IN BRAZIL

ABSTRACT

One of the hypotheses regarding benefits of good corporate governance states that it reduces the cost of capital thereby enhancing the return on investment. A comparison was made of companies to examine the correlation of better corporate governance with a lower cost of capital and improved return on investment. The methodology of Fama and French (1999) was used for companies negotiated in the New Market and as well as in governance Levels I and II of Bovespa to assign a ranking according to their practices. Examining three month periods between December 2002 and December of 2005, analysis showed a lower capital cost and return on investment for best practices of corporate governance. Proportionally, capital cost for companies with practices is 34% less and return on investment of companies with inferior practices of corporate governance is only 23% better than that of the companies with best practices of corporate governance.

Key words: Corporate Governance, Capital Cost, Return of Investment.

1. INTRODUÇÃO

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

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

Jensen e Meckling (1976:310) definem uma relação de agência “como um contrato onde uma ou mais pessoas (o principal) emprega uma outra pessoa (o agente) para realizar algum serviço ou trabalho em seu favor, envolvendo a delegação de alguma autoridade de decisão para o agente”. Desse modo, duas razões fundamentais de conflitos podem surgir dessa relação: 1) a inexistência de contrato completo; e 2) a inexistência de agente perfeito. Klein (1983) afirma que os contratos perfeitos e completos, abrangendo todas as contingências e as respostas às mudanças e aos desafios do ambiente de negócios, simplesmente não existem, por três razões essenciais: a) o grande número de

contingências possíveis; b) a multiplicidade de reações às contingências; e c) a crescente frequência com que as contingências imprevisíveis passam a ocorrer. Dessa forma, outorga-se aos gestores, conseqüentemente, mais do que a execução de ações previsíveis – o direito residual de controle da empresa. De outro lado, Jensen e Meckling (1994) salientam que a natureza humana é utilitarista e racional, conduzindo os indivíduos a maximizar uma função utilidade voltada muito mais para as suas próprias preferências e os seus próprios objetivos. Portanto, os agentes perfeitos, que exercem suas funções de forma indiferente entre maximizar os seus próprios objetivos e o de terceiros, não existem.

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

Nesse sentido, os esforços dos agentes principais (acionistas) devem ser concentrados em ações/estratégias/mecanismos/práticas que minimizem os conflitos e custos de agência. Dentro desse contexto surge a discussão sobre a governança corporativa, que segundo Andrade e Rossetti (2006) enfatiza duas questões-chave: os conflitos e os custos de agência. Nessa medida, Blair (1999) menciona que a governança corporativa trata dos meios utilizados pelas empresas para estabelecer processos que ajustem os interesses em conflito de acionistas e de seus

dirigentes de alto nível. Segundo Shleifer e Vishny (1997), a governança corporativa estabelece os caminhos pelos quais os investidores (acionistas e credores) das corporações são assegurados do retorno de seus investimentos.

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

Este trabalho tem por objetivo analisar se empresas com melhores práticas de governança corporativa apresentam menor custo de capital e maior retorno do investimento do que empresas com práticas de governança inferiores. O cálculo do custo de capital e do retorno do investimento para o agregado das empresas baseou-se na metodologia de Fama e French (1999), adaptada por Brito e Pimentel (2006) para as informações disponíveis no mercado brasileiro. A próxima seção disserta sobre os embates teóricos do trabalho, dando ênfase à governança corporativa no Brasil, especificamente ao Novo Mercado e aos Níveis I e II de governança da Bovespa. Na seção três discute-se a metodologia empregada, apresentando-se o desenvolvimento do cômputo do custo de capital e do retorno do investimento. A seção quatro apresenta os resultados e, por fim, a seção cinco mostra as considerações finais a título de conclusão.

2. GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

Os conflitos de agência não ocorrem apenas entre controladores e gestores, mas também entre acionistas minoritários e acionistas majoritários. Este último conflito origina-se da assimetria de direitos resultantes da existência de mais de uma classe de votos ou do uso discricionário do poder

exercido pelos majoritários em detrimento dos interesses dos minoritários. Na verdade, como encontram Djankov *et al.* (2005), esse é o principal conflito de agência existente na maioria dos países onde há uma forte concentração de propriedade, como o Brasil. O grupo de controle majoritário pode empreender diferentes formas de expropriação dos acionistas minoritários, podendo-se destacar as seguintes: a) sobreposição do controle e da gestão, com objetivos de privilegiar interesses próprios; b) pagamentos excessivos de salários ou de outros benefícios, diretos e indiretos, aos controladores dirigentes; c) autoneleções ou nepotismo para cargos nos conselhos e outros órgãos corporativos, desconsiderando-se qualificações e méritos requeridos; d) transações a preços privilegiados com empresas pertencentes ao grupo controlador; e) uso fechado de informações privilegiadas; f) acesso a empréstimos tomados da corporação em condições privilegiadas (ANDRADE e ROSSETTI, 2006:210).

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

Desde então, algumas pesquisas empíricas têm buscado analisar a *performance* do IGC em relação aos outros índices da Bovespa. O objetivo geral de tais pesquisas tem sido comparar as empresas com melhores práticas de governança, inseridas na carteira do IGC, com aquelas com práticas de governança corporativas inferiores, incorporadas nos outros índices. Tomando em consideração que o IGC é formado por uma carteira de empresas que adotam práticas de governança corporativa

superiores, esses estudos buscam, em essência, testar a eficácia de tais práticas no mercado de capitais nacional. O Quadro 1 apresenta resumos de algumas pesquisas que avaliaram a *performance* de boas práticas de governança corporativa no mercado de capitais brasileiro tomando o Novo Mercado e os Níveis I e II da Bovespa como parâmetros.

Além dos estudos apresentados no Quadro 1, especificamente em relação às pesquisas que estudaram se empresas com melhores práticas possuem menor custo de capital, três se destacam: Lima *et al.* (2004), Vieira e Mendes (2004) e

Alencar e Lopes (2005). Lima *et al.* (2004) verificaram se o custo de captação via debêntures no mercado de capitais brasileiro é menor para empresas que aderiram ao Novo Mercado, buscando identificar se o argumento de que o custo de capital reduz em decorrência da adoção de boas práticas de governança corporativa é válido ou não. Os autores não encontraram evidência que suportasse qualquer diferencial nos custos de captação via debêntures, seja por uma empresa que tenha aderido ao Novo Mercado, seja por uma empresa que não tenha aderido.

Quadro 1: Resumo dos Trabalhos Empíricos que Estudaram a Performance de Empresas que Aderiram ao Novo Mercado e aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa

Autor(es)	Objetivo	Considerações
LIMA e TERRA (2004)	Investigar, por meio de um estudo de eventos, se a divulgação das informações contidas nas demonstrações financeiras das empresas de capital aberto com ações negociadas na Bovespa afeta igualmente as empresas em geral e aquelas com sinalizadores diferenciados de boas práticas de governança corporativa.	Os resultados revelaram que os investidores reagem de forma diferenciada a alguns sinalizadores de boas práticas de governança corporativa das empresas; no entanto, não constataram que a adesão às regras de governança da Bovespa produz reação diferenciada significativa por parte do mercado.
BATISTELLA <i>et al.</i> (2004)	Analisar, por meio de um estudo de eventos, se a adoção de diferenciadas práticas de governança corporativa implica uma maior valorização da empresa.	Verificou-se que a presença de retornos anormais positivos nos preços das ações não foi estatisticamente superior à dos retornos anormais negativos, o que indica que provavelmente não ocorreu uma maior valorização das companhias que adotaram diferenciadas práticas de governança corporativa.
AGUIAR, CORRAR e BATISTELLA (2004)	Analisar os impactos causados sobre três variáveis (quantidade média, volume médio em Reais e preço médio das ações) depois da implementação do Nível 1 de Governança Corporativa da Bovespa.	Os resultados sugeriram que não ocorreram mudanças positivas significativas com a migração para o Nível 1 de Governança Corporativa. Não se constatou aumento ou valorização da quantidade média, do volume médio em Reais e do preço médio das ações após a migração das empresas.
ROGERS, RIBEIRO e SOUSA (2005)	Avaliar, por meio de um estudo de carteiras, a <i>performance</i> do IGC comparativamente ao Ibovespa, IBrX, IBrX-50, FGV-E e FGV-100, em três classes de indicadores: retornos, risco e retornos ajustados ao risco.	Concluíram que, apesar de poucas evidências estatísticas, o IGC apresentou uma boa <i>performance</i> , corroborando a eficácia de melhores práticas de governança corporativa.
ROGERS (2006)	Investigar se práticas de	Encontraram-se indícios de que

	governança corporativa superiores reduzem a exposição dos retornos das ações a fatores macroeconômicos, e em que medida a instituição de tais práticas se relaciona com o crescimento econômico.	melhores práticas de governança corporativa, medidas pelo IGC, reduzem a exposição dos retornos das ações a fatores macroeconômicos, e que empresas adotantes de tais práticas possuem melhores <i>performances</i> (colhem mais benefícios) no ciclo de crescimento econômico do que empresas que não as adotam.
LAMEIRA, NESS JR. e SOARES (2005)	Verificar se a melhoria das práticas de governança corporativa já promoveu impacto no valor das empresas, valor esse mensurado pelo <i>market value of assets (MVA)</i> e pelo <i>Tobin's Q</i> .	A pesquisa teve resultados estatísticos muito significativos, sugerindo que a melhoria de práticas de governança corporativa já promoveu impacto no valor das companhias abertas listadas em bolsa cujas ações apresentem liquidez e volatilidade de preços.
LAMEIRA, NESS JR. e DA MOTTA (2005)	Verificar se as melhores regras de governança corporativa têm promovido impacto na percepção do risco da empresa observado pelo mercado.	Concluíram que já existem evidências de que a prática de melhores regras de governança impactou o risco das companhias abertas brasileiras, sem entretanto encontrarem relação de causalidade entre a melhoria dessas práticas e os riscos antes e depois da migração para os Níveis Diferenciados da Bovespa.
CASELANI e EID JR. (2005)	Testar se ações de companhias mais alavancadas apresentam maior volatilidade.	Corroborou-se que companhias mais alavancadas apresentam maior volatilidade, ressaltando-se que para as companhias que aderiram às boas práticas de governança da Bovespa houve redução na volatilidade dos retornos de seus papéis.
PEDREIRA e SANTOS (2006)	Verificar e analisar o comportamento dos preços das ações de três grandes bancos brasileiros após sua inclusão no IGC. Buscou-se elucidar se a adoção das práticas de governança corporativa acarretou maior valorização no preço das ações dos bancos pesquisados.	Os resultados obtidos na pesquisa não corroboraram a valorização das ações dos bancos pesquisados após sua adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa.
MACEDO e SIQUEIRA (2006)	Analisar se empresas que optaram pelos Níveis Diferenciados e pelo Novo Mercado da Bovespa apresentaram uma valorização superior e alguma redução do risco em relação a alguns fatores de mercado.	Os resultados mostraram que boas práticas de governança corporativa podem trazer vantagem de retorno, mas não evidenciaram reflexos relevantes na redução de risco.
MACEDO, MELLO e TAVARES FILHO (2006)	Investigar se existem variações significativas no risco das ações das companhias em virtude da adesão ao Nível 1 de Governança	Os resultados obtidos levaram à conclusão de que não houve evidências estatisticamente significantes para aceitar que a

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

Fonte: os Autores.

Vieira e Mendes (2004) calcularam a relação existente entre o valor da ação e o lucro líquido por ação das empresas participantes de quatro índices da Bovespa: Ibovespa, IBrX-100, IBrX-50 e IGC. A relação entre o valor da ação e o lucro líquido por ação no período de 25/06/01 a 13/09/04 para esses quatro índices foi, respectivamente: 15,66, 16,81, 15,40 e 22,68. Ressalta-se que os autores, em sua metodologia, excluíram as empresas que faziam parte simultaneamente de mais de um índice. De acordo com Vieira e Mendes (2004), nota-se que as empresas presentes no IGC apresentaram uma superioridade representativa em relação às empresas participantes de outros índices quando se trata do preço da ação em relação ao lucro líquido. “Tal resultado vai na direção das conclusões existentes sobre o assunto, as quais afirmam que as práticas de governança são capazes de reduzir o custo de captação das empresas” (VIEIRA e MENDES, 2004:113). Além do mais, Vieira e Mendes (2004), avaliando esses resultados a partir de uma decomposição do IGC nos diversos níveis de

governança, notaram que no Novo Mercado a relação preço/lucro líquido foi de 57,42, no Nível 2 foi de 36,41 e no Nível 1 foi de 20,02, o que corrobora um prêmio positivamente correlacionado com o grau de governança.

Alencar e Lopes (2005) objetivaram investigar se o nível de *disclosure*, um dos pilares da boa governança, influencia o custo de capital para as empresas negociadas no mercado de capitais brasileiro. A pesquisa compreendeu o exame dos dados de 222 empresas listadas em bolsa, extraídos da base de dados Economática®. Com base nos dados pesquisados, os autores concluem que no mercado brasileiro o nível de *disclosure* não afeta o custo de capital. Alencar e Lopes (2005), ressaltando os resultados, afirmam que a implementação de práticas diferenciadas de governança corporativa, evidenciada pela indexação da empresa no IGC, não resultou em alteração do custo de capital.

3. METODOLOGIA DA PESQUISA

3.1. Custo de Capital e Retorno Sobre o Investimento

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

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

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

onde IV_0 representa a soma dos valores de mercado iniciais das empresas que entraram na amostra no início do período de estimativa da *TIR*; X_t é o lucro operacional anual, após taxas, mas antes da dedução da depreciação e dos juros, no período t ; I_t representa o investimento bruto agregado (investimento líquido mais depreciação) no período t ; FS_t é o valor de mercado final das empresas que deixam a amostra no período t ; FBV_t representa o valor de mercado inicial das empresas que entram

na amostra no período t ; e TV_T é o valor de mercado final das empresas existentes no final do período de análise.

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

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

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

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

Segundo Brito e Pimentel (2006:3), que aplicaram a metodologia de Fama e French (1999) no mercado brasileiro, a interpretação direta da *TIR* no valor de mercado (R_v) é o retorno obtido por um investidor que adquire ações no mercado quando

elas entram na amostra, recebe ou cobre o fluxo de caixa proporcionalmente enquanto as detém e então as vende ao mercado, ou seja, ela é uma estimativa do custo total do capital para empresas não financeiras, pois é a taxa requerida pelo mercado para financiar as operações e investimentos das empresas da amostra no período mencionado. De acordo com Fama e French (1999), essa *TIR* é também a taxa composta de retorno no valor inicial de mercado dos títulos das empresas não financeiras, incluindo aqueles emitidos após a entrada na amostra. A *TIR* no valor contábil (R_c) representa o retorno auferido pelas empresas sobre o custo inicial dos investimentos realizados por elas.

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

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

onde Div_t é igual aos dividendos pagos aos acionistas no período t ; Int_t representa os juros pagos no período t ; e NS_t é a emissão líquida de títulos.

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

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

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

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

onde RCE_t (*Retained Cash Earnings*) é a soma do lucro operacional EBIT no período t com a depreciação do mesmo período, menos a soma dos dividendos pagos por todas as classes de ações, menos os juros pagos no período t ($Y_t + Dp_t - Div_t - Int_t$); dS_t representa o fluxo líquido da emissão e recompra de ações; $dLTD_t$ é a variação dos valores dos passivos de longo prazo que pagam juros explicitamente, ou seja, dos itens

financiamento de longo prazo, debêntures de longo prazo e a pagar a controladas de longo prazo; $dSTD_t$ representa a variação dos valores dos passivos de curto prazo que pagam juros explicitamente, ou seja, dos itens financiamento de curto prazo, debêntures de curto prazo, a pagar a controladas de curto prazo e dividendos a pagar. Na verdade, o investimento (I_t) pode ser considerado a variação no capital contábil (BC_t) do período $t-1$ para o período t , mais a depreciação (Dp_t).

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

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

Brito e Pimentel (2006) comentam ainda sobre três identidades úteis do balanceamento dos fluxos de caixa no agregado, como algebricamente representado nas equações 6, 7 e 8. Esses autores, aplicando a metodologia de Fama e French (1999) em um mercado (projeto de investimento) com 388 empresas de 18 setores econômicos, listadas na Bovespa entre 1994 e 2004, concluem que a estimativa do custo nominal do capital foi de 18,34% e o retorno dos investimentos foi igual a 14,15% ao ano, o que indica que a média do investimento corporativo não financeiro brasileiro não foi lucrativa no passado recente. Excluindo setores de intensa participação estatal, Brito e Pimentel (2006) concluíram que os investimentos privados bancaram um custo médio de capital de 17,74% e retornaram 18,73%, adicionando um

pequeno valor, em torno de 1% ao ano. Ressaltam ainda que os lucros do empreendimento crescem sensivelmente para 7,11% ao ano quando o subconjunto considerado é composto das empresas que integram o índice Ibovespa.

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

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

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

3.2. Empresas participantes da pesquisa

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

governança corporativa da Bovespa. Empresas participantes desses mercados comprometeram-se voluntariamente, através de um contrato privado com a Bovespa, a adequar-se às melhores práticas de governança corporativa.

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

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

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

SBSP3	SABESP	ON	24/4/2002	Novo Mercado
WEGE4	WEG	PN	26/6/2001	Nível 1

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

Fonte: Elaborada pelos autores a partir dos dados da BOVESPA (2005).

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

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

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

Fonte: os Autores.

Para estimar o custo de capital e o retorno sobre o investimento a partir dos dois mercados teóricos construídos, empregou-se a metodologia discutida na seção 3.1. Isso posto, confirma-se que a metodologia apresentada será aplicada duas vezes: uma para o mercado de empresas com práticas de governança corporativa superiores e outra para o mercado de empresas com práticas de governança corporativa inferiores. No entanto, diferentemente de Fama e French (1999) e Brito e Pimentel (2006), que usaram dados anuais, optou-se nesta pesquisa por fazer uso de dados trimestrais, essencialmente em razão do curto período de análise: janeiro de 2003 a dezembro de 2005, totalizando 12 trimestres. Seria inviável analisar períodos anteriores, pois inexistiriam fontes confiáveis para classificar as empresas quanto às práticas de governança corporativa no Brasil e alguns dados dos balanços contábeis das empresas posteriores a dezembro de

2005 ainda não estão disponíveis até a presente data.

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

cálculo da depreciação trimestral (Dp_t), fez-se uma proporção a partir dos valores disponíveis no DOAR, que geralmente são divulgados pelas empresas apenas anualmente.

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

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

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

A Tabela 3 apresenta as posições em cada final de trimestre das variáveis necessárias para cálculo

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

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

Mercado	Trimestre	LTD_t	STD_t	PL_t	AM_t	MV_t	BC_t	MCt
GC Inferior	4° Trim/02	85897941	33336650	155681950	2368061	133501516	277284602	252736107
	1° Trim/03	70856955	32059236	165864462	1914625	133334926	270695278	236251117
	2° Trim/03	72824273	28072827	170509343	5426450	147351219	276832893	248248319
	3° Trim/03	77231551	34447082	174240129	5629094	174057858	291547856	285736491
	4° Trim/03	101512054	40153709	173091950	5860724	226299100	320618437	367964863
	1° Trim/04	82441315	31227869	179522010	5928713	232697095	299119907	346366279
	2° Trim/04	81333103	29950949	185733277	6029571	213106592	303046900	324390644
	3° Trim/04	80270272	31067727	204403396	6568282	255630001	322309677	366968000
	4° Trim/04	94615855	37997300	201920333	6488900	274741942	341022388	407355097
	1° Trim/04	85930658	38975782	212287168	7737060	283320926	344930668	408227366
	2° Trim/04	76100554	28797256	221434484	9501001	271652354	335833295	376550164
	3° Trim/04	74445475	29196402	229869028	9498660	330983761	343009565	434625638
4° Trim/04	93223361	36700253	234626553	10135934	345874962	374686101	475798576	
GC Superior	4° Trim/02	25990421	15298174	32188744	3663043	35017218	77140382	76305813
	1° Trim/03	23833384	17133030	33447271	3635342	34930369	78049027	75896783
	2° Trim/03	23477047	15596383	35969300	4833042	38042690	79875772	77116120
	3° Trim/03	23538297	14313873	36880540	3612987	47801232	78345697	85653402
	4° Trim/03	23862804	15107970	36541570	3114950	62522041	78627294	101492815
	1° Trim/04	24953723	13994396	37937742	3149976	65145210	80035837	104093329
	2° Trim/04	27063750	14087065	39370461	3358144	64749657	83879420	105900472
	3° Trim/04	26170132	13360565	42056862	3479984	71150088	85067543	110680785
	4° Trim/04	27005022	13797168	42280705	3974247	78169843	87057142	118972033
	1° Trim/04	29287477	11632927	44858277	4061981	71494930	89840662	112415334
	2° Trim/04	29806756	9812116	46716117	4171615	67386453	90506604	107005325
	3° Trim/04	31109578	9524318	48472338	4190516	81207067	93296750	121840963
4° Trim/04	32263181	12735576	46976672	4216330	86116887	96191759	131115644	

Fonte: Elaborada pelos autores a partir dos dados da Economática.

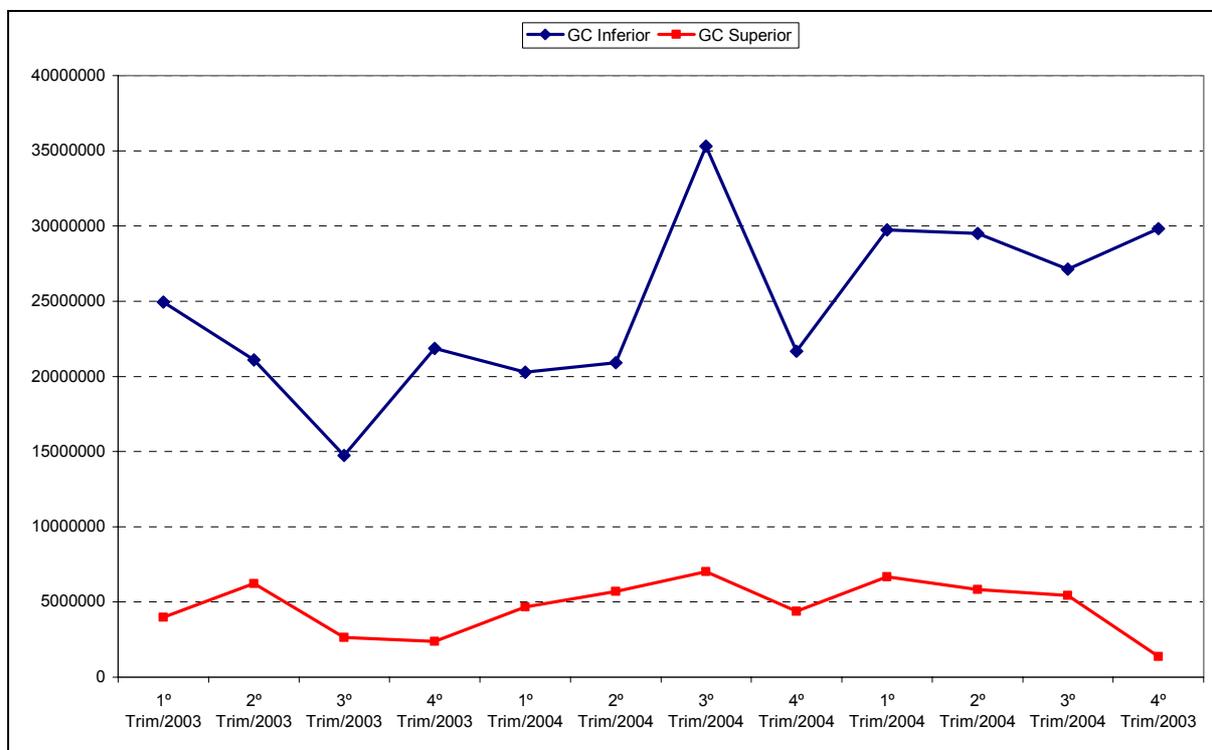
Tabela 4: Fluxo agregado das variáveis necessárias para cômputo do custo de capital e retorno do investimento do mercado de empresas com práticas de governança corporativa superiores e inferiores (R\$000)

Mercado	Trimestre	Y_t	Int_t	Dp_t	I_t	RCE_t
GC Inferior	4° Trim/02	-	-	-	-	-
	1° Trim/03	15201981	39446	4835803	11425127	12581563
	2° Trim/03	12932609	40060	4835803	-1301812	9642067
	3° Trim/03	10813737	40371	4835803	-9879160	4021758
	4° Trim/03	22766480	1233217	4835803	-24234778	16009482
	1° Trim/04	13791215	36767	5288107,75	26786637,75	10838290
	2° Trim/04	14594487	338753	5288107,75	1361114,75	8438619
	3° Trim/04	16106484	39042	5288107,75	-13974669,25	8178198
	4° Trim/04	24235993	681383	5288107,75	-13424603,25	7759400
	1° Trim/04	18115466	39583	6128877,25	2220597,25	15265482
	2° Trim/04	18587175	403043	6128877,25	15226250,25	13920937
	3° Trim/04	18697970	283263	6128877,25	-1047392,75	15147933
	4° Trim/04	24424146	448325	6128877,25	-25547658,75	19023624
	GC Superior	4° Trim/02	-	-	-	-
1° Trim/03		2744723	205775	1447323,5	538678,5	2129197
2° Trim/03		2495779	5382	1447323,5	-379421,5	2795275
3° Trim/03		2943950	2	1447323,5	2977398,5	1961666
4° Trim/03		3205350	378482	1447323,5	1165726,5	1582583
1° Trim/04		3247440	155778	1623086	214543	2382190
2° Trim/04		4045590	196293	1623086	-2220497	3683055
3° Trim/04		4217911	100000	1623086	434963	4778973
4° Trim/04		3666480	759832	1623086	-366513	2765667
1° Trim/04		4011316	7269	1781816	-1001704	2771161
2° Trim/04		3848997	736948	1781816	1115874	2652709
3° Trim/04		3654362	7996	1781816	-1008330	2952186
4° Trim/04		2836013	1043969	1781816	-1113193	21846

Fonte: Elaborada pelos autores a partir dos dados da Econômicã.

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

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



Fonte: Elaborado pelos autores a partir dos dados da Economática.

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

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

adotam práticas de governança corporativa inferiores e em 9,52% a.t. o custo de capital para empresas com práticas de governança corporativa superiores. Em outra medida, o retorno do investimento das empresas com práticas de governança superiores situa-se em 9,40% a.t. e das empresas com práticas de governança inferiores em torno de 11,56% a.t.

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

	GC Inferior		GC Superior	
	<i>Rv</i>	<i>Rc</i>	<i>Rv</i>	<i>Rc</i>
<i>IC₀ ou IV₀</i>	252736107	277284602	76305813	77140382
<i>X₁ - I₁</i>	24931057	24931057	3975549	3975549
<i>X₂ - I₂</i>	21089315	21089315	6215508	6215508
<i>X₃ - I₃</i>	14747167	14747167	2635135	2635135
<i>X₄ - I₄</i>	21849931	21849931	2368343	2368343
<i>X₅ - I₅</i>	20289264	20289264	4678638	4678638
<i>X₆ - I₆</i>	20906612	20906612	5686477	5686477
<i>X₇ - I₇</i>	35315314	35315314	7026152	7026152
<i>X₈ - I₈</i>	21673548	21673548	4384586	4384586
<i>X₉ - I₉</i>	29730461	29730461	6676622	6676622
<i>X₁₀ - I₁₀</i>	29498432	29498432	5816471	5816471
<i>X₁₁ - I₁₁</i>	27130173	27130173	5429484	5429484
<i>X₁₂ - I₁₂</i>	29818945	29818945	1366161	1366161
<i>TV₁₂</i>	475798576	475798576	131115644	131115644
TIR =	12,78%	11,56%	9,52%	9,40%

Nota: *IC₀* usa no cálculo do *Rc* e *IV₀* no cálculo do *Rv*. Para calcular as taxas internas de retorno soma-se o valor de *X₁₂ - I₁₂* com *TV₁₂* para encontrar o fluxo de caixa relevante do último período.

Fonte: Elaborada pelos autores a partir dos dados da Economática.

Em ambos os mercados o custo de capital é superior ao retorno do investimento, como encontrado também por Brito e Pimentel (2006). Todavia, é importante salientar que a diferença entre o custo de capital e o retorno do investimento para empresas com práticas de governança corporativa superiores é de 1,36%, enquanto essa diferença para empresas com práticas de governança corporativa inferiores é de 10,6%. Ou seja, apesar de empresas com práticas de governança corporativa terem tanto o custo de capital como o retorno sobre os investimentos menores que as empresas com práticas de governança inferiores, a destruição de valor é maior proporcionalmente nas empresas com práticas de governança inferiores do que nas empresas com práticas superiores.

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

investimento das empresas com práticas de governança corporativa inferiores é apenas 23% maior que o retorno do investimento das empresas com práticas de governança corporativa superiores.

Um ponto importante a destacar são as altas taxas estimadas para o custo de capital e o retorno do investimento se comparadas com as achadas por Brito e Pimentel (2006). Capitalizadas ao ano, essas taxas seriam: 1) GC Inferior: *Rv* = 61,78% e *Rc* = 54,89%; e 2) GC Superior: *Rv* = 43,87% e *Rc* = 43,24%. Os autores supracitados encontraram as seguintes taxas anuais: *Rv* = 18,34% e *Rc* = 14,15%. A principal discrepância entre os achados das duas pesquisas é devida aos diferentes estágios do mercado de capitais brasileiro no período em análise: Brito e Pimentel (2006) analisaram 10 anos (1994-2004) e a presente pesquisa fez uso de apenas 3 anos (2002-2005).

Uma variável que impacta extremamente o cálculo das taxas internas de retorno pela metodologia adotada (custo de capital e retorno do investimento) é o valor de mercado final das ações das empresas (*ceteris paribus*, quanto maior o valor de mercado final, maior a taxa interna de retorno). Justificando-se o alto custo de capital e o retorno do investimento encontrados, se comparados com os da

pesquisa de Brito e Pimentel (2006), cita-se o fato de que, em oito anos, no período 1994-2002, a valorização nominal do Ibovespa foi de 158%, enquanto, em apenas 3 anos, no período 2002-2005, a valorização nominal do Ibovespa foi de 196%.

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

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

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

Um dos empreendimentos de maior sucesso com vistas em melhorar as práticas de governança corporativa no Brasil foi a constituição do Novo Mercado e dos Níveis I e II de governança da Bovespa. As empresas que aderem ao Nível I se comprometem, principalmente, com melhoras na prestação de informações e com a dispersão acionária. Empresas que negociam ações no Nível II comprometem-se a cumprir as regras aplicáveis ao Nível I e, em acréscimo, um conjunto mais amplo de práticas de governança corporativa relativas aos

direitos societários dos acionistas minoritários. Por fim, das empresas aderentes ao Novo Mercado exige-se, além do cumprimento das regras dos Níveis I e II, que o capital social da empresa seja composto somente de ações ordinárias.

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

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

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

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 USP (RAUSP)*, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 338-347, out.-nov.-dez. 2004.

ALENCAR, R. C.; LOPES, A. B. Custo de capital próprio e nível de *disclosure* nas empresas brasileiras. In: CONGRESSO DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 5., 2005, São Paulo. *Anais...* São Paulo: FEA-USP, 2005. CD-ROM.

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

BATISTELLA, F. D.; CORRAR, L. J.; BERGMANN, D. R.; AGUIAR, A. B. Retornos de ações e governança corporativa: um estudo de eventos. In: CONGRESSO DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 4., 2004, São Paulo. *Anais...* São Paulo: FEA-USP, 2004. CD-ROM.

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

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

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

BRITO, R. D. O.; PIMENTEL, G. G. Sobre o custo de capital e o retorno do investimento corporativo no Brasil. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 30., 2006, Salvador. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2006. CD-ROM.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Evidência empírica do impacto da adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa sobre o comportamento das ações na Bovespa. In:

ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 30., 2006, Salvador. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2006. CD-ROM.

CASELANI, C. N.; EID JR., W. A influência dos determinantes microeconômicos e macroeconômicos sobre a volatilidade da ações negociadas no Brasil. ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 5., 2005. *Anais...* Sociedade Brasileira de Finanças, 2005. CD-ROM.

COSTA, A. R.; CAMARGOS, M. A. Análise empírica da adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa sobre o retorno dos acionistas. *REGE, Revista de Gestão USP*, São Paulo: FEA-USP, v. 13, n. 1, 1º trim. 2006.

DJANKOV, S.; LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. *The law and economics of self-dealing*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2005. (Working Paper n. 11.883, Dec. 2005).

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

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

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. The nature of man. *Journal of Applied Corporate Finance*, v.7, n. 2, 1994.

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

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

LAMEIRA, V. J.; NESS JR., W. L.; DA MOTTA, L. F. J. Governança corporativa: existem evidências empíricas de impactos no β e D- β . ENCONTRO

- BRASILEIRO DE FINANÇAS, 5., 2005. *Anais...* Sociedade Brasileira de Finanças, 2005. CD-ROM.
- LAMEIRA, V. J.; NESS JR., W. L.; SOARES, T. D. Governança corporativa: impactos no valor das companhias abertas brasileiras. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 5., 2005. *Anais...* Sociedade Brasileira de Finanças, 2005. CD-ROM.
- LIMA, I. S.; IKEDA, R. H.; SALOTTI, B. M.; BATISTELLA, F. D. O custo de captação e a governança corporativa. In: CONGRESSO BRASILEIRO DE CONTABILIDADE, 17., 2004, São Paulo. *Anais ...*, 2004. CD-ROM.
- LIMA, J. B. N.; TERRA, P. R. S. Governança corporativa e a reação do mercado de capitais às informações financeiras. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 28., 2004, Curitiba. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2004. CD-ROM.
- MACEDO, F. Q.; MELLO, G. R.; TAVARES FILHO, F. Adesão ao Nível 1 de Governança Corporativa da Bovespa e a percepção de risco e retorno das ações pelo mercado. In: CONGRESSO DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 6., 2006, São Paulo. *Anais...* São Paulo: FEA-USP, 2006. CD-ROM.
- MACEDO, M. A. S.; SIQUEIRA, B. S. Estudo da governança corporativa no Brasil através de uma análise comparativa do IGC e do IBOVESPA no período de 2002 a 2005. In: CONGRESSO DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 6., 2006, São Paulo. *Anais...* São Paulo: FEA-USP, 2006. CD-ROM.
- MARTINS, V. A.; SILVA, R. L. M.; NARDI, P.C.C. Governança corporativa e liquidez das ações. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 30., 2006, Salvador. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2006. CD-ROM.
- PEDREIRA, E. B.; SANTOS, J. O. Análise da relação entre o Índice de Governança Corporativa, preço das ações e desempenho dos três principais bancos privados brasileiros. In: CONGRESSO DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 6., 2006, São Paulo. *Anais...* São Paulo: FEA-USP, 2006. CD-ROM.
- ROGERS, P. *Governança corporativa, mercado de capitais e crescimento econômico no Brasil*. (Dissertação – Mestrado em Administração) – Faculdade de Gestão e Negócios. Uberlândia: Universidade Federal de Uberlândia (UFU-FAGEN), 2006.
- ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. S; SOUSA, A. F. Comparações Múltiplas das Carteiras de Bolsa no Brasil: Avaliação da Performance do Índice de Governança Corporativa. *REGE, Revista de Gestão USP*, São Paulo: FEA-USP, v. 12, n. 4, 4º trim. 2005.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, v. 52, 1997.
- VIEIRA, S. P.; MENDES, A. G. S. Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 11, n. 22, p. 103-122, dez. 2004.