

Inspere Instituto de Ensino e Pesquisa
Faculdade de Economia e Administração

Leonardo Berti Escorcio

**A RELAÇÃO ENTRE GOVERNANÇA CORPORATIVA E CUSTO
DA DÍVIDA DAS EMPRESAS BRASILEIRAS**

São Paulo

2018

Leonardo Berti Escorcio

**A RELAÇÃO ENTRE GOVERNANÇA CORPORATIVA E CUSTO
DA DÍVIDA DAS EMPRESAS BRASILEIRAS**

Monografia apresentada ao curso de Ciências Econômicas, como requisito parcial para a obtenção do Grau de Bacharel do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Orientadora: Prof. Dra. Adriana
Bruscatto Bortoluzzo - Insper

São Paulo

2018

Escorcio, Leonardo Berti

A relação entre governança corporativa e o custo da dívida das empresas brasileiras / Leonardo Escorcio. – São Paulo, Insper, 2018.

29 f.

Monografia: Faculdade de Economia e Administração. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa

Orientadora: Prof. Dra. Adriana Bruscato Bortoluzzo.

1. Governança corporativa; 2. Custo da dívida; 3. Estrutura de capital

Leonardo Berti Escorcio

A Relação Entre Governança Corporativa e Custo da Dívida das Empresas Brasileiras

Monografia apresentada ao curso de Ciências Econômicas, como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Data de Aprovação: __/__/____

Banca Examinadora

Adriana Bruscato Bortoluzzo

Professora Doutora em Estatística – USP

INSPER

Adalberto Barbaceia Gonçalves

Professor Doutor em Administração de Empresas – FGV/SP

INSPER

RESUMO

Escorcio, Leonardo Berti: A relação entre governança corporativa e custo da dívida das empresas brasileiras. São Paulo, 2018, 29 p. Monografia – Faculdade de Economia e Administração. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Considerando a crescente relevância tanto do crédito quanto da governança corporativa para as empresas no Brasil, o presente estudo tem por objetivo analisar a existência ou não de relação entre governança corporativa e o custo da dívida das empresas listadas na B3. Como *proxy* para níveis de governança corporativa, usar-se-á a listagem nos níveis de governança da B3 e a listagem de ADR's nos Estados Unidos, como em Caroprezo (2011). Para analisar a relação da governança com o custo da dívida, empregou-se uma regressão com dados em painel (efeito aleatório) de empresas listadas na B3. Ao analisar os dados anuais de 2010 a 2017, pode-se concluir que não há indícios significantes de que um maior nível de governança corporativa reduz o custo da dívida das empresas brasileiras.

Palavras-chave: governança corporativa, custo da dívida, estrutura de capital

ABSTRACT

Escorcio, Leonardo Berti: The relationship between corporate governance and the cost of debt for Brazilian companies. São Paulo, 2018, 29 p. Monografia – Faculdade de Economia e Administração. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Considering the increasing relevance of corporate credit and corporate governance in Brazil, this study investigates the existence or not of relationship between corporate governance and cost of debt for Brazilian listed firms. As a *proxy* for corporate Governance measures, we use the listing on levels of corporate governance at B3 and the presence of ADRs in the U.S., as we can see in Caroprezo (2011). To analyze the relationship between corporate governance and the cost of debt, is used a panel data (random effects) regression for companies listed in B3. Analyzing annual data from 2010 to 2017, it is possible to conclude that there is no significant evidence that a higher level of corporate governance reduces the cost of debt for Brazilian companies.

Key-words: corporate governance, cost of debt, capital structure

Sumário

1. INTRODUÇÃO	8
2. REVISÃO DA LITERATURA	10
3. DADOS E METODOLOGIA.....	14
3.1 Amostra e dados	14
3.2 Descrição das variáveis.....	15
3.2.1 Variável resposta.....	15
3.2.2 Variável explicativa.....	15
3.2.3 Variáveis de controle	19
3.3 Modelo econométrico	20
4. RESULTADOS	22
5. CONCLUSÃO.....	25
6. REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA.....	27

1. INTRODUÇÃO

Principalmente após o desenvolvimento das teorias de estrutura ótima de capital de Modigliani e Miller (1958), os credores se tornaram um grupo importante de *stakeholders* e o custo de seu capital investido tem sido estudo de diversos trabalhos, seja na academia ou no mercado financeiro. Levando em consideração que o mercado financeiro é recente e pouco desenvolvido (se comparado a países como os EUA) no Brasil, a falta de transparência e altos custos de agência ainda se fazem presentes. Dessa forma, dada a relevância desse assunto para o desenvolvimento econômico-financeiro do Brasil, este estudo objetiva analisar se há impacto da governança corporativa no custo da dívida das empresas. Espera-se que quanto melhor a governança corporativa, menor o custo de captação da empresa no mercado de capitais.

A teoria de agência, desenvolvida e apresentada por Jensen e Meckling (1976), diz que os problemas provenientes do conflito de interesses não existem somente entre acionistas e gestores, mas existem para todas as relações em que há um agente e um principal. Ainda segundo os autores, como há conflito, por conseguinte, há custos incorridos. Dada a relação empresa (agente) e credor (principal), tem-se que quanto maior a proteção ao mutuante, menor o custo que ele há de cobrar pelo seu dinheiro, ou seja, menor o *spread* incorrido, como visto e comprovado por John e Litov (2005).

Conceitualmente, a explicação que envolve o tema a ser desenvolvido nesse trabalho, além da teoria básica de agência, é que aspectos de governança corporativa reduzem os riscos de inadimplemento da empresa, uma vez que quanto mais organizada em termos de governança, maior o alinhamento entre investidores e executivos sem que haja conflito de interesses, como foi demonstrado em empresas europeias por Piot e Piera (2007). Em relação ao mercado de capitais, os credores podem entender esses aspectos como uma atenuação ao risco de inadimplemento da empresa e, por esse motivo, reduzir o custo do seu capital.

Além da contribuição para uma análise mais recente de aspectos que influenciam o custo da dívida, o estudo traz à tona a relevância da

implementação da melhora na gestão das empresas não só para reduzir os *spreads* em relação à captação no mercado de capitais, mas também como um importante desenvolvimento acerca do cenário global, considerando que diversas crises financeiras ocorridas mundialmente poderiam ser contidas caso houvesse um controle maior em relação à governança e aos riscos, como detalhado em relatório sobre “Risco e Sua Gestão para o Desenvolvimento” do Banco Mundial, divulgado em 2014. Muito já vem sendo feito nos últimos anos, como por exemplo a implementação dos acordos de Basiléia I e II, e o terceiro que será completamente executado em 2019 no Brasil.

Diversos artigos têm sido desenvolvidos para explicar a influência da presença de governança corporativa nas empresas. Ashbaugh, Collins e LaFond (2006) desenvolveram pesquisa acerca do impacto das melhores práticas de gestão nos *ratings* de crédito, e fornecem evidências de que a implementação de aspectos que melhorem a governança da firma contribui para um melhor *rating* de crédito.

Klock, Mansi e Maxwell (2004) investigaram a relação entre o custo do financiamento das empresas e diversas provisões de proteção ao credor, além de certas provisões contra aquisições hostis (*antitakover*) – que ocorrem quando uma companhia ou um investidor com interesse em adquirir uma outra companhia faz uma oferta para as ações em circulação, adquirindo parte delas ou a sua totalidade (o sucesso se dá quando o comprador assume o controle, ou seja, adquire mais de 50% das ações votantes). Assim como no artigo anteriormente citado, encontraram que quanto maior a proteção ao credor, menor o custo do endividamento da empresa.

Para o Brasil, a literatura disponível ainda não é grande o suficiente para que se crie um consenso, apesar de ter se tornado mais relevante nos últimos anos.

A exemplo, tanto Caroprezo (2011) quanto Barros, Silva e Voese (2015) investigam a relação entre o custo da dívida das empresas e as melhores práticas de gestão, sendo esta última medida tanto por níveis de governança da B3 quanto por métricas previamente desenvolvidas em ambos os casos. O resultado encontrado foi o mesmo: de que a adoção de mecanismos de

governança corporativa pode reduzir os custos de endividamento das empresas. Em contraponto, Alencar e Lopes (2005) não encontram evidências de que o nível de *disclosure* afeta o custo de financiamentos, assim como Barros *et al.* (2015).

Diante do que foi apresentado, tem-se aqui como questão básica a existência ou não de relação entre governança corporativa e o custo da dívida das empresas listadas na B3, com o objetivo de proporcionar uma nova fonte de análise para futuros estudiosos e, principalmente, de influenciar os atuais e futuros executivos, de forma que estes passem a proteger melhor os credores e trazer uma maior segurança para o mercado nacional, reduzindo também os custos de agência, riscos idiossincráticos e riscos de mercado em geral.

Além da introdução (primeiro capítulo), o presente estudo está organizado da seguinte forma: na segunda seção, há uma revisão de pesquisas precedentes que, de alguma forma, estão ligadas à relação entre custo da dívida e aspectos de governança corporativa. Posteriormente, na terceira seção, é apresentada a amostra considerada para a análise, a base de dados e a metodologia empregada. Em seguida tem-se os resultados e, por fim, a conclusão do estudo.

2. REVISÃO DA LITERATURA

Assim como apresentado em Jensen e Meckling (1976), os custos de agência são derivados dos conflitos de agência existentes em uma organização, presentes basicamente na relação entre *stakeholders* e a empresa, nesse caso. Os autores argumentam que a estrutura de capital é fator extremamente relevante para o alinhamento de interesse entre as partes envolvidas (mitigação de riscos de agência).

Haley (1966), em nota sobre estudo de Modigliani e Miller (1958), adentrou em um assunto relativamente pouco trabalhado até então ao citar uma certa implicância da gestão de empresas como potenciais riscos para o credor. Os objetivos principais do estudo são introduzir um conceito de capitalização de dívidas (obrigações contratuais, como no artigo) e sugerir que a taxa de capitalização mais adequada, de forma geral, é o rendimento atual dos títulos do

governo americano (considerados livres de risco). Vale ressaltar que, segundo o autor, a taxa a ser cobrada deve extrapolar a taxa livre de risco em casos de existência de riscos de *default*. Este risco, por sua vez, está sujeito a alterações na gestão da companhia (como por exemplo mudanças na estrutura de remuneração dos gestores, redução do corpo executivo, entre outros), bem como às decisões tomadas pelos gestores.

Kaul, Varshney e Vasal (2012), considerando como métrica de governança corporativa a composição do conselho de administração, o tamanho e a atividade do conselho e a dualidade de posições CEO – Presidente do Conselho e como *proxy* para a performance da firma o Valor Econômico Adicionado (EVA, na sigla em inglês), encontram que há uma relação significativamente positiva entre o tamanho do conselho e a performance da firma, mas para as demais variáveis não há relação significativa, de forma que a análise se torna inconclusiva. Sob a mesma ótica de considerar características específicas de governança, Anderson, Mansi e Reeb (2002), utilizando dados de empresas do S&P, encontram que a independência do conselho de administração e o seu tamanho possuem relação negativa com o custo da dívida, assim como a existência de comitês de auditoria. Todavia, concluem também que quanto maior a duração dos mandatos dos representantes do conselho, maior o custo da tomada de novos recursos.

Chuluun, Prevost e Puthenpurackal (2014) constatam que empresas mais conectadas entre si estão associadas à uma maior cobertura da mídia e maiores conexões empresariais com instituições financeiras. Seguindo a hipótese dos autores (de que esses fatos estão conectados com um maior reconhecimento da firma no mercado financeiro, tanto pelas percepções dos investidores em termos de qualidade quanto pelas percepções de confiança no fluxo de informações provisionada), concluem que conselhos de administração mais conectados reduzem o custo da dívida para as empresas. Para realizar o estudo previamente citado, os autores utilizaram dados de todas as empresas que fizeram parte do índice S&P 1500 de 1994 a 2005.

Já John e Litov (2005) realizam, primeiramente, uma análise sobre direitos dos detentores de ações e níveis de dívida e ao contrário do que havia sido encontrado previamente em estudos, concluem que empresas com baixos níveis

de proteção ao *shareholder* e melhor governança utilizam mais dívida como meio de financiamento (uma vez que possuem menores custos de captação), atingindo maiores níveis de alavancagem. Posteriormente, consistente com essa primeira conclusão, o autor evidencia que empresas com pouca proteção ao acionista possui menores *spreads* na emissão de dívida e maiores *ratings* de crédito para novas emissões.

Ashbaugh, Collins e LaFond (2006) investigam a relação entre governança corporativa e o *rating* relativo de crédito das empresas. Controlando as características específicas de risco da empresa, os autores encontram relações negativas significantes entre a qualidade de crédito com níveis de poder do CEO e com o número de acionistas controladores, e positiva com aspectos que fortalecem a o conselho de administração, como independência do conselho. Além disso, são fornecidas evidências de que CEO's de empresas com *ratings* de crédito especulativos são compensados em excesso em relação às empresas com melhores classificações de crédito (com grau de investimento).

Klock, Mansi e Maxwell (2005), instigados pelo aumento no número de aquisições hostis na década de 1980 nos EUA, analisam a relação entre o custo da dívida e a governança corporativa, considerando como *proxy* para esta última a provisão de proteção ao credor e ao acionista e proteções *antitakover*. O resultado encontrado é que quanto maior a proteção *antitakover*, menor o custo de empréstimos. No geral, interpretam os autores, as provisões são vistas pelo mercado como mitigadores de risco, que por sua vez reduz os *spreads*.

Bhojraj e Sengupta (2003), partindo do pressuposto de que mecanismos de governança corporativa reduzem os riscos de *default* por mitigar riscos de agência e monitoramento da performance da gestão corporativa e reduzem as assimetrias de informação, evidenciam que quanto melhor a governança institucional e quão maior a presença de membros externos no conselho de administração, menores os custos da dívida para a empresa e maiores os *ratings* de novas emissões. Porém, os autores ressaltam que uma estrutura institucional concentrada possui um efeito adverso, seja nos *spreads* de juros ou no *rating* de novas emissões.

Analisando a relação conceitual entre os aspectos de gestão corporativa e o custo da dívida pago pelas empresas, Frantz e Instefjord (2013) constatam que melhoras na governança corporativa podem diminuir a probabilidade de *default* das empresas. Entretanto, apontam também que existem aspectos inconclusivos: uma melhora na governança corporativa pode aumentar ou reduzir o custo da dívida para a firma, dependendo do valor da empresa em caso de *default*.

No Brasil, a literatura sobre a relação entre governança corporativa e custo do endividamento não é extensa o suficiente para que seja criado um consenso em relação ao assunto.

Caroprezo (2011) objetiva analisar a relação entre governança corporativa e custo da dívida para empresas brasileiras listadas no período de 2003 a 2009, e verificar se empresas com melhores índices de governança corporativa – utilizando índice de Carvalhal e Leal (2005), a listagem nos níveis de governança corporativa na B3 e a listagem de ADRs nos EUA – captam recursos no mercado de capitais com *spreads* mais baratos. Dessa forma, conclui que há uma relação negativa significativa entre as duas variáveis trabalhadas. Da mesma forma, Vieira e Mendes (2004) concluem que as práticas de governança são capazes de reduzir o custo de empréstimos das empresas.

Ribeiro, Rogers e Securato (2008), após analisar dados trimestrais no período de dezembro de 2002 a dezembro de 2005 e utilizando metodologia de Fama e French (1999) em dois mercados distintos, encontram que o custo de capital e o retorno do investimento são menores para empresas com práticas de governança corporativa superiores. Em termos de valores, os autores evidenciam que o custo de capital das empresas com boas práticas de governança corporativa é 34,22% menor que as demais empresas.

O artigo de Barros, da Silva e Voese (2015) se baseia na hipótese de que firmas que apresentam dispositivos de governança corporativa possuem custos médios de financiamento mais baixos. Usando dados de 2008 a 2010 de 83 empresas brasileiras listadas em bolsa, os resultados observados são condizentes com pesquisas internacionais e com a hipótese inicial da pesquisa:

a adoção de mecanismos de governança pode exercer impacto sobre a redução do custo de financiamento das firmas no Brasil.

Porém, como dito, há controvérsias. Lima *et al.* (2004) desenvolvem estudo para verificar se as empresas que aderiram ao Novo Mercado da B3 possuem custo de captação (via debêntures) mais baixos, considerando como premissa que as exigências feitas para aderir ao Novo Mercado reduzem os riscos percebidos pelos credores, garantindo *spreads* menores. Entretanto, os autores não encontram indícios significativos de empresas que aderiram níveis de governança da bolsa conseguem adquirir empréstimos com custos menores.

Alencar e Lopes (2005) analisam o nível de *disclosure* e sua relação com o custo de capital das empresas no Brasil. Utilizando dado de 222 empresas brasileiras, os autores concluem que, para o mercado brasileiro, o nível de *disclosure* não afeta o custo de financiamentos e que práticas de governança corporativa não resultam em alteração no custo de capital, assim como em Barros *et al.* (2015).

No geral, estudos internacionais concluem que empresas com maiores índices de governança corporativa (independente da métrica empregada) possuem menor custo de captação de dívida. Todavia, como apresentado, os estudos com foco em empresas brasileiras são relativamente inconclusivos. Logo, este estudo objetiva contribuir com a literatura nacional, fornecendo mais uma fonte de análise sobre o tema e colaborando para um possível consenso no futuro através da seguinte hipótese teórica: melhores índices de governança corporativa reduzem o custo da dívida adquirida junto a terceiros.

3. DADOS E METODOLOGIA

3.1 Amostra e dados

De forma a responder os questionamentos desse estudo, foram coletados dados de 158 empresas brasileiras listadas na B3 com dados completos no

período de 2010 a 2017, totalizando 1264 dados. Todos os dados foram extraídos do Economática.

Foram excluídas da amostra empresas relacionadas ao setor financeiro, uma vez que o seu endividamento é considerado um aspecto operacional, diferentemente dos demais setores. Além disso, foram excluídas também empresas que tiveram oferta pública inicial (IPO, na sigla em inglês) durante o período amostral, dado que a quantidade de dados disponíveis para estas empresas é limitada e comprometeria a aplicabilidade das análises.

3.2 Descrição das variáveis

3.2.1 Variável resposta

O modelo teórico proposto neste presente trabalho tem como variável resposta o custo do endividamento das empresas nacionais (CUSDIV). De acordo com a literatura nacional e internacional, uma das medidas mais utilizadas para medir esse tipo de variável é a razão entre a despesa financeira e o passivo oneroso das empresas (empréstimos, financiamentos, debêntures e *bonds*), e por ser vastamente disseminada como *proxy* de custo de endividamento, decidiu-se por utilizar essa métrica.

3.2.2 Variável explicativa

Como medida de governança corporativa, foi utilizada como *proxy* a variável *dummy* que indica a presença das empresas nos níveis diferenciados de governança corporativa da B3, assumindo valor 1 em caso positivo (NGC). Todos os segmentos prezam por regras de governança corporativa diferenciadas, assegurando maior direito aos acionistas e conseqüentemente a mitigação do risco de assimetria de informação, sendo o segmento de Novo Mercado o mais elevado padrão nacional de governança, o segmento de Nível 2 um nível intermediário e o segmento de Nível 1 o mais básico (ainda assim possui requisitos de governança maiores que os mínimos exigidos para uma abertura de capital).

Os níveis de governança foram criados pela Bovespa em 2001, e, de acordo com os dados disponíveis na B3, desde então um total de 278 companhias já aderiram a algum nível de governança corporativa – sendo 60 empresas no Nível 1, 39 no Nível 2 e 179 no Novo Mercado. Atualmente, 189 companhias fazem parte de algum dos níveis de governança, sendo que desde 2001, 25 já migraram de nível. A Tabela 1 mostra os requisitos para as empresas que desejam aderir a algum dos segmentos.

Tabela 1 – Níveis de listagem na B3 e seus requisitos de governança

Níveis de listagem na B3 e respectivos requisitos para que seja liberada e autorizada a listagem da empresa

	Básico	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado
Capital social	Ações ON e PN (conforme legislação)	Ações ON e PN (conforme legislação)	Ações ON e PN (com direitos adicionais)	Somente ações ON
Percentual mínimo de ações em circulação	Não há regra específica	25%	25%	25% ou 15%, caso o ADTV seja superior a R\$ 25 milhões
Ofertas públicas de distribuição de ações	Não há regra específica	Esforços de dispersão acionária	Esforços de dispersão acionária	Esforços de dispersão acionária, exceto para ofertas ICVM 476
Vedação a disposições estatutárias	Não há regra específica	Não há regra específica	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"
Composição no conselho de administração	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	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), dos quais, pelo menos, 2 ou 20% (o que for maior) devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos
Vedação a acúmulos de cargos	Não há regra específica	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa. Em caso de vacância que culmine em acumulação de cargos, são obrigatórias

		(carência de 3 anos a partir da adesão)		determinadas divulgações.
Obrigação do conselho de administração	Não há regra específica	Não há regra específica	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia (com conteúdo mínimo)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia (com conteúdo mínimo, incluindo alternativas à aceitação da OPA disponíveis no mercado)
Demonstrações financeiras	Conforme legislação	Conforme legislação	Traduzidas para o inglês	Conforme legislação
Informações em inglês	Não há regra específica	Não há regra específica	Não há regra específica, além das DFs (vide item acima)	Fatos relevantes, informações sobre proventos (aviso aos acionistas ou comunicado ao mercado) e press release de resultados
Reunião pública anual	Facultativa	Obrigatória (presencial)	Obrigatória (presencial)	Realização, em até 5 dias úteis após a divulgação de resultados trimestrais ou das DFs, de apresentação pública sobre as informações divulgadas
Calendário de eventos corporativos	Facultativo	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório
Divulgação adicional de informações	Não há regra	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Regimentos do Conselho de Administração, de seus comitês de assessoramento e do Conselho Fiscal, quando instalado Código de conduta (com conteúdo mínimo) Políticas de (i) remuneração; (ii) indicação de membros do Conselho de Administração; (iii) gerenciamento de riscos; (iv) transação com partes relacionadas; e (v) negociação de valores

				<p>mobiliários</p> <p>Divulgação (i) anual de relatório resumido do comitê de auditoria; ou (ii) trimestral de ata de reunião do Conselho de Administração</p>
Concessão de tag along	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)	100% para ações ON e PN	00% para ações ON
Saída do segmento / OPA	Não aplicável	Não aplicável	Realização de OPA, no mínimo, pelo valor econômico em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado	Realização de OPA por preço justo, com quórum de aceitação ou concordância com a saída do segmento de mais de 1/3 dos titulares das ações em circulação (ou percentual maior previsto no Estatuto Social)
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Facultativa	Facultativa	Obrigatória	Obrigatória
Comitê de auditoria	Facultativo	Facultativo	Facultativo	Obrigatória a instalação de comitê de auditoria, estatutário ou não estatutário
Auditoria interna	Facultativa	Facultativa	Facultativa	Obrigatória a existência de área de auditoria interna
Compliance	Facultativo	Facultativo	Facultativo	Obrigatória a implementação de funções de compliance, controles internos e riscos corporativos, sendo vedada a acumulação com atividades operacionais

Fonte: B3

Além da variável apresentada, uma segunda métrica de governança corporativa é utilizada no estudo: a listagem de ADR's nas bolsas de valores dos Estados Unidos (ADR). Essa variável se faz relevante para o estudo, uma vez

que para que a ação de uma companhia seja negociada no varejo internacional, a companhia deve aderir às rígidas regras de risco, *compliance* e governança da SEC (comissão de valores mobiliários americana) e estar de acordo com a lei Sarbanes-Oxley (SOX), que contém uma série de disposições para as empresas públicas, assegurando maior transparência das operações e prestação de contas.

3.2.3 Variáveis de controle

Como variáveis de controle, tem-se:

Alavancagem (ALAV): Esta variável é representada pela alavancagem da empresa i no ano t , e é calculada como o endividamento total sobre o patrimônio líquido. De acordo com Cicogna, Toneto e Valle (2006), há evidências de que a governança corporativa é positivamente relacionada com a alavancagem das empresas, ou seja, quanto melhor a governança, mais alavancada é a empresa. Ademais, concluem que a relação entre alavancagem e custo da dívida é positivamente significativa, ou seja, um aumento do custo da dívida resulta em uma maior alavancagem.

Tamanho da empresa (TAM): variável representada pelo logaritmo do ativo total. Titman e Wessels (1988) apresentam que existe relação entre o tamanho da empresa e o endividamento, uma vez que empresas maiores tendem a ser mais diversificadas e apresentam menor risco de falência, podendo, portanto, carregar maior endividamento e menores custos de dívida. Além disso, Saunders e Steffen (2011) utilizam o log do ativo como *proxy* para o tamanho da empresa ao analisar o custo da dívida, apresentando resultado com significância relevante.

Além das variáveis supracitadas, foram selecionadas também as seguintes variáveis de acordo com a literatura: a razão entre o valor de mercado da empresa e o valor patrimonial (P/B) – considerando o preço médio da ação no ano considerado, o retorno dos ativos da empresa (ROA) e a tangibilidade dos ativos (TANG), com o objetivo incorporar a capacidade de conceder ativos em garantia.

3.3 Modelo econométrico

O modelo utilizado é descrito a seguir:

$$CUSDIV_{it} = \beta_0 + \beta_1 CUSDIV_{it-1} + \beta_2 NGC_{it} + \beta_3 ADR_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 TAM_{it} \\ + \beta_6 ALAV_{it} + \beta_7 P/B_{it} + \beta_8 TANG_{it} + a_i + b_t + \varepsilon_{it}$$

Na equação acima são apresentadas as variáveis explicativas, as variáveis de controle e as variáveis de interesse. Além disso, i representa a empresa, t representa o tempo, a_i representa o efeito não observado de empresa, b_t representa o efeito não observado de tempo e ε_{it} representa o erro idiossincrático.

De acordo com Lemmon *et al.* (2008), um dos fatores relevantes para explicar a alavancagem no período t é a alavancagem no período $t-1$ (primeira defasagem). Conceitualmente, os autores concluem que as firmas tendem a manter alavancagem estável por longos períodos (efeito da persistência). Dessa forma, foi incluída a variável $CUSDIV_{t-1}$ (custo da dívida das empresas no ano $t-1$), cujo sinal esperado, de acordo com o artigo mencionado, é positivo.

Espera-se sinal negativo para as variáveis NGC e ADR, dado que assim estaria de acordo com a hipótese do trabalho, assim como para TANG, dado que quanto maior a tangibilidade, maior a capacidade de conceder garantias e reduzir o custo da dívida. São esperados sinais negativos também para as variáveis ROA, TAM e P/B, pois para empresas maiores e com melhor desempenho espera-se um custo de dívida reduzido. Já para a variável ALAV espera-se sinal positivo, já que empresas mais alavancadas possuem um maior nível de inadimplemento.

A Tabela 2 representa um resumo das variáveis, o seu tipo, a metodologia de cálculo, o sinal esperado e as referências.

Tabela 2 – Resumo das variáveis

Resumo das variáveis, metodologia de cálculo, sinal esperado e referência

Variáveis	Tipo de variável	Metodologia de cálculo	Sinal esperado	Referências
CUSDIV	Dependente	Razão da despesa financeira pelo passivo oneroso	n.a.	n.a.
CUSDIVT1	Variável de controle	Razão da despesa financeira pelo passivo oneroso com um período de defasagem	Positiva	Lemon <i>et. al.</i> (2008)
NGC	Independente	Variável dummy em que 1 representa aderência aos níveis de governança corporativa da B3, e zero para não aderência aos níveis de governança corporativa da B3	Negativa	Caroprezzo (2011)
ADR	Independente	Variável dummy em que 1 representa a listagem de ADRs listados nos EUA e 0 a não listagem de ADRs nos EUA	Negativa	Caroprezzo (2011)
ROA	Variável de controle	Razão do lucro líquido sobre o ativo total	Negativa	Healy, Hutton e Palepu, (1999)
LOGATIVO	Variável de controle	Logaritmo natural do ativo total	Negativa	Claessens, Djankov, Fan e Lang (1999)
ALAV	Variável de controle	Razão da dívida bruta total sobre o ativo total	Positiva	Ahmed, Billings, Morton e Stanford Harris (2002)
PB	Variável de controle	Razão entre o valor de mercado (calculado como n o número de ações multiplicado pelo número de ações) dividido pelo valor do patrimônio líquido	Negativa	Caroprezzo (2011)
TANG	Variável de controle	Valor do imobilizado líquido sobre o ativo total	Negativa	Caroprezzo (2011)

Fonte: Elaboração própria

4. RESULTADOS

A Tabela 3 abaixo apresenta as estatísticas descritivas das variáveis estudadas, cujo objetivo principal é expor a tendência central das variáveis e as medidas de dispersão. As variáveis são apresentadas sem subdivisões amostrais ou recortes.

Tabela 3 – Estatísticas descritivas

Estatística descritiva das variáveis usadas no estudo considerando o período de 2010 a 2017. A definição das variáveis pode ser vista na terceira seção.

Variável	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo	Observações
CUSDIV	0,378	1,334	0	29,422	N = 1264 n = 158 t = 8
CUSDIVT1	0,354	1,162	0	29,422	N = 1264 n = 158 t = 8
NGC	0,637	0,480	0	1	N = 1264 n = 158 t = 8
ADR	0,185	0,389	0	1	N = 1264 n = 158 t = 8
ROA	0,209	16,949	-152	221,700	N = 1264 n = 158 t = 8
LOGATIVO	15,073	1,685	9,638	20,62	N = 1264 n = 158 t = 8
ALAV	1,255	19,757	-554,747	218,22	N = 1264 n = 158 t = 8
PB	2,087	6,282	-25,575	149,63	N = 1264 n = 158 t = 8
TANG	0,253	0,216	0	0,95	N = 1264 n = 158 t = 8

Fonte: Elaboração própria

Observando a tabela, pode-se inferir que mais de 60% das 158 empresas consideradas estão listadas em algum dos 3 níveis de governança corporativa

na B3 (média da variável NGC equivalente a 0,637) e aproximadamente 18,5% das empresas analisadas possuem ADRs listados nos EUA.

A variável que apresenta o menor desvio padrão é a variável TANG, o que faz sentido já que a tangibilidade dos ativos de uma empresa não pode exceder o seu ativo total. Observando a variável que temos maior interesse, o custo da dívida, tem-se que o custo médio da dívida implícito das empresas consideradas para o estudo é de 37,8% e, seguindo essa linha, as empresas brasileiras apresentam, em média, alavancagem de 1,3 vezes o seu patrimônio líquido, um índice *price to book* de 2,1 vezes e ROA de 2,1%.

Foi também utilizado o coeficiente de correlação para realizar a associação das variáveis, conforme Tabela 4.

Tabela 4 – Matriz de correlação das variáveis

Matriz de correlação das variáveis usadas no estudo considerando o período de 2010 a 2017. A definição das variáveis pode ser vista na terceira seção.

	CUSDIV	CUSDIVT1	ROA	LOGATIVO	ALAV	PB	TANG
CUSDIV	1,000						
CUSDIVT1	0,486	1,000					
ROA	-0,136	-0,107	1,000				
LOGATIVO	-0,171	-0,158	0,240	1,000			
ALAV	-0,007	-0,009	0,007	0,008	1,000		
PB	-0,030	-0,028	0,099	-0,051	0,413	1,000	
TANG	0,081	0,061	-0,161	-0,064	0,004	-0,019	1,000

Fonte: Elaboração própria

De acordo com a Tabela 4, as variáveis ROA, TAM e PB apresentam correlação negativa com CUSDIV, conforme o esperado, já que quanto maior a empresa, maior sua rentabilidade e seu valor de mercado e é esperado que o seu custo de dívida seja menor. Os coeficientes das variáveis ALAV e TANG, apesar de extremamente baixos, possuem sinal contrário ao sinal esperado. No geral, o grau de multicolinearidade apresentado é fraco. Ademais, CUSDIVT1, o custo da dívida em t-1, apresenta forte correlação com CUSDIV, assim como esperado.

A Tabela 5 apresenta o resultado dos modelos para analisar a relação do custo da dívida com a presença de governança corporativa nas empresas. Foi realizado o teste de Hausman, que indicou o modelo de efeito aleatório como o mais indicado.

Em relação aos modelos, primeiro foi utilizado uma regressão somente com as variáveis de controle, para que se tenha um modelo base de comparação. Posteriormente, foi realizado a regressão com as variáveis de interesse.

Tabela 5 – Custo da dívida e governança corporativa

Regressões em painel com efeitos aleatórios (*random effects*) em que a variável dependente é o custo da dívida das empresas nos anos de 2010 a 2017. A definição das variáveis pode ser vista na seção 3. O desvio padrão robusto é reportado em parênteses. ***, **, e * indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Variável	Modelo controle	Equação 1 - NGC	Equação 2 - ADR
NGC		-0,080 (0,055)	
ADR			-0,070 (0,069)
CUSDIVT1	0,532* (0,299)	0,531* (0,298)	0,070* (0,069)
ROA	-0,005** (0,002)	-0,004* (0,002)	-0,004* (0,002)
LOGATIVO	-0,065** (0,034)	-0,056* (0,035)	-0,075** (0,039)
ALAV	0,0003 (0,0002)	0,0003 (0,0002)	0,0003 (0,0002)
PB	-0,003*** (0,002)	-0,003** (0,002)	-0,003** (0,002)
TANG	0,231 (0,159)	0,216 (0,156)	0,220 (0,155)
Constante	1,121** (0,590)	1,047** (0,594)	1,262*** (0,643)
R ²	0,250	0,251	0,251

Fonte: elaboração própria

Tanto para a equação 1 quanto para a equação 2, as variáveis utilizadas como proxy para governança corporativa não são estatisticamente significantes, apesar de apresentarem sinal negativo, conforme esperado. Esses resultados indicam que a governança corporativa medida a partir da listagem em níveis diferenciados da B3 e a partir de ADR's listados nos Estados Unidos não exerce efeito negativo significativo no custo médio de financiamento de curto e longo prazo das empresas brasileiras.

As variáveis ROA, LOGATIVO e PB, mostraram-se negativas e significativamente relevantes a um nível de 10%. A variável CUSDIVT1 e a variável ALAV apresentam também sinal positivo (conforme esperado), porém, somente o custo da dívida em um período anterior apresentou significância a um nível de 10%. Por fim, a variável TANG não apresentou o sinal esperado e não se mostrou significativamente relevante.

Diante dos resultados obtidos nos modelos, não há evidências estatisticamente significantes para aceitar a hipótese nula (a presença de governança corporativa exerce influência negativa sobre o custo da dívida das empresas brasileiras).

5. CONCLUSÃO

Tanto na literatura internacional quanto na literatura nacional, não há consenso completo sobre o impacto da governança corporativa no custo da dívida das empresas. Todavia, principalmente no mercado internacional, a grande maioria dos estudos indicam para uma relação negativa entre as variáveis mencionadas, como em John e Litov (2005), Ashbaugh, Collins e LaFond (2006) e em Kaul, Varshney e Vasal (2012). Já no Brasil não há convergência nos resultados, além de não existirem muitos trabalhos sobre o tema.

O presente estudo teve como objetivo analisar a relação entre a governança corporativa e o custo da dívida com terceiros de empresas listadas na B3, de forma que o *spread* pago pelas empresas seria menor em caso de

altos níveis de governança. Para isso, foi empregada uma variável *dummy*, que representa a presença ou não nos níveis diferenciados de governança corporativa na B3.

Apesar da correlação negativa entre a variável que representa o custo da dívida e a governança corporativa, os resultados apresentados são estatisticamente inconclusivos, de forma que não foi possível comprovar a relação negativa entre governança corporativa e o custo da dívida de empresas brasileiras listadas na B3.

6. REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA

ALENCAR, R.; LOPES, A. Custo de Capital Próprio e Nível de Disclosure nas Empresas Brasileiras. In: 5º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, Anais... Universidade de São Paulo, 2005.

ANDERSON, R.; MANSI, S.; REEB, D. Founding Family Ownership and the Agency Cost of Debt. *Journal of Financial Economics*, v. 68, p. 263-85, 2003.

ASHBAUGH, H.; COLLIND, D.; LAFOND, R. The Effects of Corporate Governance on Firms' Credit Rating. *Journal of Accounting and Economics*, V. 42, pp. 203-243, 2006.

BANCO MUNDIAL. 2013. Visão Geral do Relatório sobre o Desenvolvimento Mundial de 2014: Risco e Oportunidade — Gestão do Risco para o Desenvolvimento. Washington, D.C.: Banco Mundial. Licença: Creative Commons Attribution CC BY 3.0

BARROS, C. M. E.; KOS, S. R.; CONSONI, S.; COLAUTO, R.D. A Influência do Disclosure Voluntário sobre Custo da Dívida de Financiamentos: Um Estudo em Empresas Listadas na BM&FBovespa. In: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, Anais... Universidade de São Paulo, 2015.

BARROS, C. M. E.; SILVA, P. Y. C.; VOESE, S. B. Relação entre o Custo da Dívida de Financiamentos e Governança Corporativa no Brasil. *Contabilidade, Gestão e Governança - Brasília*, v. 18, n. 2, p. 7-26, 2015.

BHOJRAJ, S.; SENGUPTA, P. Effects of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors. *Journal of Business*, v. 76, p. 455–476, 2003.

BLACK, B. S., JANG, H., & KIM, W. (2006). Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 22(2), 366-413.

CAROPREZZO, B. O Impacto das Melhores Práticas de Governança Corporativa no Custo da Dívida das Empresas Brasileiras. 29f. Dissertação

(Mestrado em Economia) - Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2011.

CARVALHAL, A., LEAL, R. Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil. *Revista Brasileira de Finanças*, v. 3, p. 1-18, 2005.

CHULUUN, T.; PREVOST, A.; PUTHENPURACKAL, J. Board Ties and the Cost of Corporate Debt. *Financial Management*, Vol. 43, pp. 533-568, 2014.

CICOGNA, M.; VALLE, M.; TONETO JR, R. O impacto da adesão à padrões mais elevados de governança sobre o financiamento empresarial. *Revista de Administração*, v. 42, p. 52-63, 2007.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. The Corporate Cost of Capital and the Return on Corporate Investment. *The Journal of Finance*, Vol. 54, No 6, pp. 1939-1967, 1999.

FRANTZ, P.; INSTEFJORD, N. Corporate Governance and the Cost of Borrowing. *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 40, pp. 918-948, 2013.

HALEY, W. M. A Note on the Cost of Debt. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 1, No. 4, pp. 72-93, 1966.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, p. 305-360, 1976.

JOHN, K.; LITOV, L. Corporate Governance and Financing Policy: New Evidence. Olin School of Business and Stern School Working Paper, 2006.

KAUL, V. K.; VARSHNEY, P.; VASAL, V.K.; Corporate Governance Mechanisms and Firm Performance: A Study of Select Indian Firms. *Afro-Asian Journal of Finance and Accounting*, Vol. 3, No. 4, pp. 341-395, 2013.

KLOCK, M.; MANSI, S.; MAXWELL, W. Corporate Governance and the Agency Cost of Debt. George Washington University Working Paper, 2003.

LEMMON, M. L.; ROBERTS, M. R. Back to the beginning: persistence and the cross-section of corporate capital structure. *The journal of finance*, vol. 63, No 4, pp. 1575-1608, 2008.

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

MODIGLIANI, F., MILLER, M. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, V. 48, No. 3, pp. 261-297, 1958.

PIOT, C.; PIERA, M. Corporate governance, audit quality and the cost of debt financing of French listed companies. Working Paper, 2007.

RIBEIRO, K. C. S.; ROGERS, P.; SECURATO, J. R. Governança Corporativa, Custo de Capital e Retorno do Investimento no Brasil. *Revista de Gestão USP*, São Paulo, V. 15, N. 1, pp. 61-77, 2008.

SANTOS, J. F., & LEAL, R. P. Práticas de Governança Corporativa em empresas familiares não-listadas de capital aberto. *Anais do Encontro Brasileiro de Finanças*, São Paulo, SP, Brasil, 7, 2007.

SAUNDERS A., STEFFEN, S. The costs of being private: Evidence from the loan market. *Review of Financial Studies*, 24:4091-4122.

TITMAN S., WESSELS R. 1988. The determinants of capital structure choice. *Journal of Finance* 43 (1), 1-19.

VIEIRA, S.P.; MENDES, A. S. T.; Governança Corporativa: Uma Análise de sua Evolução e Impactos no Mercado de Capitais. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, V. 11, N. 22, pp. 103-122, 2004.