

GOVERNANÇA CORPORATIVA, CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO E CRIAÇÃO DE VALOR: EVIDÊNCIAS PARA EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO

Lucas dos Santos Fornazier (IC) e Douglas Dias Bastos (Orientador)

Apoio: PIBIC Mackenzie

RESUMO

A literatura mostra que mecanismos de governança corporativa são utilizados para o combate ao conflito de interesses e aumento da transparência para as empresas que adotam essas práticas. Este artigo tem como objetivo analisar os impactos da adoção de boas práticas de governança corporativa em relação ao custo de capital próprio e a criação de valor por parte das empresas brasileiras de capital aberto. É feita uma abordagem histórica e comparativa entre empresas que adotam ou não aos níveis de governança e em seguida uma análise de como tais práticas diminuem o custo de capital próprio e criam valor para as empresas ao longo dos anos. Para o cálculo do custo de capital próprio foi utilizado o CAPM (Capital asset price model) com o intuito de verificar se a relação com as práticas de governança exerce algum tipo de impacto e redução deste custo. Foi encontrada uma relação estatisticamente significativa positiva entre as variáveis governança corporativa, custo de capital próprio e criação de valor para as empresas. Utilizou-se como verificação para embasar as respostas da proposta deste artigo (i) análise de cunho descritiva e (ii) regressão múltipla de painel de dados, em *pooled*, para responder ao problema de pesquisa do presente estudo.

Palavras-chave: Governança, CAPM, criação de valor

ABSTRACT

The literature shows that corporate governance mechanisms are used to combat conflicts of interest and increase transparency for companies that adopt these practices. This article aims to analyze the impacts of the adoption of corporate governance practices concerning the cost of equity and value creation by publicly traded Brazilian companies. A historical and comparative approach has been made between companies that have adopted or not adopted governance levels, and then an analysis if such practices lower the cost of equity or increase the value to companies over the years. To calculate the cost of equity, the capital asset price model (CAPM) was used to verify a relationship with governance practices that had some impact and reduction of this cost. A statistically significant relationship was found between the variables of corporate governance, cost of equity and value creation for companies. Use this as a check to support the purpose of this paper (i) analyze descriptive descriptions and (ii) return to pooled panel data analysis to address research problems in the present study.

Keywords: Governance, Cost of Capital, Market-book-value

1. INTRODUÇÃO

Nos últimos anos, a evolução das práticas de governança corporativa tem se intensificado bastante em nosso País. Apesar do conceito não ser recente, o tema somente ganhou força na década de 1980. No Brasil, a partir da abertura econômica, com o aumento dos investimentos estrangeiros e do número de empresas brasileiras expandindo os seus negócios para os mercados internacionais, houve um aumento da necessidade e evolução das práticas de governança corporativa. (SILVA. A.L, 2014)

A Governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas (IBGC). Pode-se entender, também, como uma ferramenta cujo objetivo é proteger os interesses dos investidores externos de eventuais excessos dos investidores internos como os administradores e acionistas controladores (ASSAF, 2013). Com isso, as boas práticas de governança corporativa têm como objetivo otimizar o desempenho de uma organização, proteger os investidores, empregados, stakeholders e facilitar o acesso ao capital.

Com isso, pode-se destacar algumas iniciativas que estimularam o aperfeiçoamento da governança corporativa no Brasil, tais como, a criação dos segmentos especiais de listagem da [B³] (Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1), o Código do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), a nova Lei das Sociedades Anônimas (Lei 6404/76 das S.A.S.) e as Recomendações da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). (SILVA. A.L, 2014)

Quando as empresas consideram investir em novos projetos ou expandir os seus negócios, o custo de capital próprio desempenha um papel importante. Para realizar captações dentro dos padrões orçamentários, é importante manter boas práticas de governança para assegurar a transparência e veracidade nessas transações diminuindo o risco percebido pelos acionistas. Para Assaf (2013, p.151), o custo total de capital (WACC) reflete a remuneração mínima exigida tanto por acionistas como por credores da empresa.

Nesse contexto, pode-se verificar a importância de se investir em boas práticas de governança corporativa com o objetivo de reduzir o custo de capital próprio, aumentar o valor e a longevidade da organização e, conseqüentemente, o retorno para seus acionistas.

Diante do exposto, visando analisar e quantificar a correlação entre custo de capital próprio e valor de mercado das organizações listadas em Bolsa e os respectivos níveis de listagem de governança corporativa, o presente artigo tem como objetivo responder a seguinte

questão: Empresas que adotam níveis diferenciados de governança possuem um custo de capital próprio menor e um valor de mercado maior?

Para a maioria dos Stakeholders, a saúde financeira da Empresa é um dos fatores mais importantes na hora de avaliar se é interessante iniciar ou manter qualquer tipo de relacionamento, seja como Acionista, fornecedor ou outro tipo de relação com a organização que está sendo analisada. Além disso, avalia-se também se aquela empresa tem boas práticas de Governança, uma vez que isso traz maior segurança e transparência em relação as empresas que não adotam essas práticas de gestão e controle.

Com isso, justifica-se a criação de um índice de Governança Corporativa cujo o foco da análise seja o custo de capital próprio. Entende-se que empresas com maiores níveis de endividamento tendem a ser investimentos de maior risco, necessitando um prêmio pelo risco maior, logo, analisar e verificar a saúde financeira e as boas práticas de Governança dão uma segurança ainda maior para o portfólio dos investidores

O presente trabalho tem como objetivo geral, avaliar a correlação entre o nível de governança corporativa, custo de capital próprio (K_e) e valor de mercado de acordo com o Segmento de Listagem de Governança Corporativa (SLGC) adotado pela [B³]. Com isso, o estudo busca verificar se há uma relação entre as práticas de governança, custo de captação de recursos próprios e, conseqüentemente, a criação de valor da empresa ao longo do tempo.

Como objetivo específico, pretende-se identificar e quantificar o impacto que os diferentes níveis de governança têm em relação ao custo de capital próprio captados pelas empresas para realizar projetos e outros investimentos e, como consequência, como isso impacta a criação de valor de mercado.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

a. GOVERNANÇA CORPORATIVA

i. TEORIA DE AGÊNCIA

Segundo SALMASI (2007), a teoria de agência fundamenta-se no conflito entre os objetivos do principal e os objetivos do agente, em que o principal delega autoridade ao agente. Este conflito ocorre em diferentes dimensões, podendo ocorrer entre acionistas e administradores, credores e acionistas e/ou entre acionistas majoritários e acionistas minoritários.

Pode-se citar, como exemplo, os Estados Unidos, com um mercado acionário sem grandes concentrações de acionistas, o principal é caracterizado pelo acionista enquanto que o agente pelo administrador da empresa. Já no Brasil, o conflito de agência se dá entre acionistas, em que os acionistas minoritários delegam poder aos acionistas majoritários,

podendo haver expropriação de capital em cada um dos casos acima citados. A maior parte das empresas é controlada por grupos familiares, em seguida por investidores institucionais e pelo governo (CARVALHAL DA SILVA, 2004).

Com isso, pode-se observar a relevância dessa Teoria para o projeto em questão. Tal conflito de interesses, sem uma estrutura de governança corporativa adequada, pode elevar exponencialmente o custo total de capital das empresas e prejudicar na longevidade da organização.

ii. CONCEITO E DEFINIÇÃO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Em 2000, com o objetivo de abrandar parte dos problemas do sistema de governança corporativa no Brasil, a BM&FBovespa (atual [B³]) instituiu os segmentos especiais de listagem - Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1 – para incentivar e reconhecer as boas práticas de gestão. Para as empresas aderirem voluntariamente aos segmentos da listagem, é necessário adequar-se a rígidas regras pré-determinadas que vão além das obrigações contidas na Lei das Sociedades por Ações (Lei 11.638/07). Com isso, pode-se diferenciar os diferentes níveis de acordo com as exigências mínimas, como exemplificado no quadro a seguir:

	Bovespa Mais	Bovespa Mais Nível 2	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Básico
			(a partir de 02/01/2018)			
Capital Social	Somente ações ON	Ações ON e PN	Somente ações ON	Ações ON e PN (com direitos adicionais)	Ações ON e PN (conforme legislação)	Ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual mínimo de ações em circulação (free float)	25% a partir do 7º ano de listagem	25% a partir do 7º ano de listagem	25% ou 15%, caso o ADTV (<i>average daily trading volume</i>) seja superior a R\$ 25 milhões	25%	25%	Não há regra específica
Ofertas Públicas de Distribuição de ações	Não há regra específica	Não há regra específica	Esforços de dispersão acionária, exceto para ofertas ICVM 476	Esforços de dispersão acionária	Esforços de dispersão acionária	Não há regra específica
Vedação a disposições estatutárias	Quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	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"	Não há regra específica	Não há regra específica
Composição do conselho de administração	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), 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	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), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)
Vedação à acumulação de cargos	Não há regra específica	Não há regra específica	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa. Em caso de vacância que culmine em acumulação de cargos, são obrigatórias determinadas divulgações.	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 (carência de 3 anos a partir da adesão)	Não há regra específica
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, incluindo alternativas à aceitação da OPA disponíveis no mercado)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia (com conteúdo mínimo)	Não há regra específica	Não há regra específica
Demonstrações financeiras	Conforme legislação	Conforme legislação	Conforme legislação	Traduzidas para o inglês	Conforme legislação	Conforme legislação

Fonte: Adaptado pelo autor (IBGC e B³)

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

De acordo com Black, Carvalho e Sampaio (2014), as práticas de governança corporativa tiveram significativa evolução entre os anos de 2004 e 2009, principalmente para os segmentos Novo Mercado e Nível 2 e, segundo os autores, devido ao crescimento desses dois segmentos, houve uma melhoria das práticas de governança das empresas dos demais segmentos com o objetivo de migrar para o Novo Mercado e o Nível 2.

Com isso, desenvolveu-se diversos estudos sobre as práticas de governança corporativa relacionadas a variáveis como eficiência, risco, valor de mercado, desempenho,

custo de capital próprio entre outros. Esses estudos estão auxiliando a evolução acadêmica e empírica das práticas de governança e, indiretamente, incentivando o desenvolvimento do mercado acionário no Brasil.

b. RELAÇÃO ENTRE CUSTO DE CAPITAL E GOVERNANÇA CORPORATIVA

Diversos estudos sobre as práticas de governança corporativa relacionados a variáveis como custo de capital próprio, desempenho, risco, eficiência, valor de mercado e nível de transparência das informações tem contribuído para esclarecimento se a adesão aos SLGC proporciona mais benefícios do que o aumento do custo para a empresa.

Segundo Silveira, Perobelli e Barros (2008), existe um Relação de causalidade entre o índice de governança e a estrutura de capital das empresas. Conclui-se que o grau de alavancagem financeira das empresas é significativamente influenciado por suas práticas de governança.

Já segundo Silveira, Barros e Famá (2006), adotar melhores práticas de governança corporativa influencia positivamente o valor de mercado das empresas, o mesmo ocorre no sentido inverso, empresas bem avaliadas pelo mercado implementam melhores práticas de governança.

No entanto, segundo Fonseca, Hiratuka e Silveira (2016) após explorar o impacto das práticas de governança corporativa sobre a estrutura de capital de empresas não financeiras de capital aberto brasileiras, evidenciou-se que a governança corporativa exerce efeito positivo sobre a qualidade e a quantidade do endividamento. A adesão à níveis diferenciados de GC amplia o acesso aos recursos de terceiros e alonga o perfil das dívidas.

Com isso, pode-se verificar que diversos estudos referentes a custo de capital, governança corporativa e seus resultados estão sendo cada vez mais difundidos. Tais estudos tendem a impactar de maneira positiva a literatura e, com o decorrer do tempo, verificar empiricamente em qual grau essa correlação atual de acordo com diferentes cenários econômicos.

c. VALOR DE MERCADO (MARKET BOOK VALUE)

O valor de mercado de uma empresa de capital aberto é igual ao preço por ação da empresa multiplicado pelo número de ações em circulação (WESTERFIELD; 2015).

Andrade, Salazar, Calegário e Silva (2009) afirmam que diversos estudos têm tentado explicar a relação das diferentes estruturas de governança corporativa sobre o desempenho da empresa e o valor de mercado, e, por ser um tema controverso, tem permitido enfoques distintos, por diferentes correntes teóricas. Os testes empíricos, entretanto, ainda não evidenciaram uma consistência teórica.

d. CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO

O custo de capital próprio é a medida da expectativa mínima de retorno sobre o patrimônio líquido da empresa durante um determinado período, estimado em sua grande maioria pelo CAPM (Capital Asset Price Model). Esse modelo está associado ao custo de oportunidade que um investidor teria em comparação ao investimento livre de risco, ou seja, para determinado investimento espera-se obter o retorno do ativo livre de risco (para o Brasil, considera-se a Taxa Selic) mais um prêmio pelo risco.

Na ótica da empresa, o custo de capital próprio é uma alternativa para financiar as suas operações e, para este método, existem duas possibilidades: (i) integralização de novas ações ao seu capital social e (ii) a retenção dos resultados líquidos de exercícios passados (ASSAF NETO, 2012).

Para este trabalho, utilizou-se o método de mensuração do custo de capital próprio (K_e), através do CAPM (Capital Asset Price Model), um dos modelos mais difundidos na literatura (BRIGHAM, GAPENSKI e EHRHARDT, 1999). O cálculo para o modelo é dado de acordo com a equação enunciada a seguir:

$$k_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

Onde:

r_f : é a taxa do ativo livre de risco da economia.

β : coeficiente beta representa a medida do risco do ativo em relação ao risco sistêmico da carteira de mercado dado através do coeficiente angular

$(r_m - r_f)$: prêmio pelo risco para investir no ativo em detrimento ao custo de oportunidade que teria investindo no ativo livre de risco em comparação com o retorno de mercado.

Habitualmente, o retorno do ativo livre de risco é representado pelos juros pagos em títulos de emissão pública, uma vez que a possibilidade de o país cumprir com as suas obrigações e não dar calote é extremamente menor se comparado com outros veículos de investimentos. Para o cenário brasileiro, utiliza-se como proxy a taxa Selic (Sistema de Liquidação e Custódia de Títulos Públicos).

A taxa de remuneração do mercado (r_m) considera o retorno de todos os ativos negociados e, para o estudo, adotou-se o retorno anual do índice Ibovespa.

Para o cálculo do coeficiente beta utilizou-se a seguinte equação:

$$\beta_L = \beta_U \times [1 + (D/E) \times (1 - T)]$$

Onde:

βU : coeficiente beta desalavancado.

(D/E) : proporção de dívida sobre capital próprio.

T: alíquota de imposto paga pela empresa.

Destaca-se que, esse modelo de cálculo para a determinação do coeficiente beta é um dos mais utilizados no mercado financeiro brasileiro para a identificação do custo de capital próprio (ASSAF NETO, 2012).

3. PROCEDIMENTOS METODOLOGICOS

a. TIPO E METODOLOGIA DE PESQUISA

O presente estudo tem como fundamentação a pesquisa quantitativa e de cunho descritivo bibliográfico exploratório (GODOY, 1985). Tal qual, Bardin (2006) explica que esse método tem características específicas, sendo necessário realizar deduções específicas para tirar conclusões válidas.

As análises utilizadas para verificar o impacto da adoção de melhores práticas de governança corporativa em relação ao valor de mercado e o custo de capital próprio foram: (i) análise descritiva e (ii) regressão múltipla de painel de dados, em pooled, para responder ao problema de pesquisa do presente estudo.

b. TRATAMENTO DE DADOS

O tratamento de dados utilizado para o teste das hipóteses foi a análise estatística, através de regressão múltipla criando-se painel de dados da série histórica.

Foram analisadas empresas listadas na B³ (Brasil, Bolsa e Balcão), nos segmentos de listagem tradicional e com o objetivo de representar um dos níveis de governança, foram selecionadas empresas do novo mercado, níveis 1 e 2. Excluiu-se aquelas que atuam no setor econômico financeiro e segurador, além disso, excluiu-se empresas cujo o patrimônio líquido apresentou valor negativo e valor de mercado nulo.

Para a coleta das informações, utilizou-se o banco de dados do Economatica® que é a maior base de dados quantitativos financeiros referente a empresas listadas na B³.

A série histórica aferida contempla um período de nove anos, 2010 a 2018, expressando maior autenticidade na validação dos dados, pois afasta possíveis instabilidades econômicas e políticas. Com isso, foram identificadas um total de 132 empresas, em 17 setores de atuação diferentes, de acordo com a classificação do Economatica® e coletadas em 20 de agosto de 2019. Dessa amostra, 96 empresas possuem algum dos níveis de governança selecionados para o estudo e 46 não aderiram a nenhum dos níveis. Na tabela 1, ilustra-se essa distribuição por setor e a representatividade de cada um na amostra:

TABELA 1: DISTRIBUIÇÃO DA AMOSTRA POR SETOR

Rótulos de Linha	Quantidade	%
Energia Elétrica	26	19%
Construção	12	10%
Têxtil	11	8%
Siderur & Metalur	10	7%
Comércio	9	7%
Transporte Serviço	8	6%
Veículos e peças	7	5%
Alimentos e Beb.	6	4%
Papel e Celulose	4	3%
Petróleo e Gás	4	3%
Máquinas Indust.	3	2%
Minerais não Met.	3	2%
Química	3	2%
Agro e Pesca	2	1%
Eletroeletrônicos	2	1%
Software e Dados	1	1%
Outros	21	16%
Total Geral	132	100%

Fonte: Classificação conforme banco de dados Economática (2019)

O presente estudo tem como variáveis dependentes os indicadores valor de mercado (MB) e Custo de capital próprio (K_e). Estas duas variáveis poderão indicar a relação entre governança corporativa e a elevação ou redução das variáveis anteriormente mencionados. Para as variáveis independentes, que são aquelas que esclarecem a variável dependente foram selecionadas: retorno sobre o ativo (ROA), dívida total (DIV), tamanho do ativo (TAM) e a de maior consideração que busca responder o objetivo de estudo deste trabalho, o segmento de listagem, pelo qual, está definido o valor um (1) para as empresas que aderem a algum dos níveis de governança e (2) para tradicional na base de dados extraídos, conforme a tabela 2:

TABELA 2: DEFINIÇÃO OPERACIONAL DAS VARIÁVEIS DE ESTUDO

Variáveis	Método de Cálculo
MB (Market-to-book value)	$\frac{\text{Valor de Mercado do PL}}{\text{Valor Contábil do PL}}$
Ke (Custo de Capital Próprio)	$R_f + \beta(R_m - R_f)$
ROA (Retorno sobre os Ativos)	$\frac{\text{Ebit}}{\text{AT}}$
TAM (Tamanho da empresa)	Log natural do AT das empresas
DIV (Endividamento Total)	$\frac{\text{Dívida Total}}{\text{AT}}$
COMGC	Variável dummy igual a 1 para empresas com níveis diferenciados de governança corporativa (Novo Mercado, Nível 1 e 2) e 0 para empresas listadas no mercado tradicional

Onde: PL é o Patrimônio Líquido; Rf é o retorno do ativo livre de risco, aqui considerado a taxa Selic; β medida de risco sistêmico coletada diretamente da Economática, Rm é o retorno da carteira de mercado, considerado o IBOV, Ebit é o lucro antes de juros e imposto de renda, AT é o Ativo Total.

O modelo econométrico utilizado foi regressão linear com dados em painel pooled, conforme mostrado a seguir:

$$MB_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 COMGC_{dummy} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 TAM_{i,t} + \beta_4 DIV_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad [1]$$

$$Ke_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 COMGC_{dummy} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 TAM_{i,t} + \beta_4 DIV_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad [2]$$

A equação [1] analisa os efeitos da boa governança corporativa sobre a criação de valor. As demais variáveis presentes na equação são variáveis de controle. Já a equação [2] analisa os efeitos da boa governança corporativa sobre o custo de capital próprio. As demais variáveis presentes na equação são variáveis de controle.

A tabela 2 apresenta a estatística descritiva em relação a amostra do estudo e contem a média e o desvio-padrão referente a cada variável do estudo proposto. De acordo com Gil (2002, p.42), o objetivo principal da estatística descritiva é descrever as características de determinada população ou fenômeno ou, então, a verificação das relações entre variáveis. Na tabela 3, verifica-se os valores da amostra estudada:

TABELA 3: ESTATISTICA DESCRITIVA

Variável	Média	Desvio Padrão	Min	Max
DIV	.2794	.1686	0	.7675
Kd	.2018	.3401	0	7.0684
Ke	.0417	.1531	-.9838	.7843
WACC	.0732	.1042	-.4279	.8037
TAM	15.0664	1.3396	12.7460	17.5255
ROA	.0699	.0606	-.05401	.1817
MB	1.7833	1.5318	.2779	6.0360

c. MATRIZ DE CORRELAÇÃO

A tabela 4 mostra a correlação entre as variáveis de estudo:

TABELA 4: MATRIZ DE CORRELAÇÃO

	MB	ROA	TAM	DIV	Ke
MB	1.0000				
ROA	0.5509 (0.0000)	1.0000			
TAM	0.1481 (0.0000)	0.1456 (0.0000)	1.0000		
DIV	0.1319 (0.0000)	0.0622 (0.0322)	0.4077 (0.0000)	1.0000	
Ke	-0.0381 (0.1916)	-0.0395 (0.1738)	-0.0837 (0.0039)	-0.0527 (0.0694)	1.0000

Fonte: Elaborado pelo autor

Como pode ser verificado na tabela 3, as variáveis que estão mais significativamente correlacionadas positivamente são valor de mercado (MB) e retorno sobre o ativo. Isso mostra que empresas maiores são aquelas que tem uma tendência maior em apresentar um retorno sobre ativo maior do que empresas menores, segundo o modelo estatístico apresentado anteriormente.

Pode-se destacar também, as variáveis custo de capital próprio (Ke) e tamanho do ativo (TAM) que estão significativamente correlacionadas negativamente. Isso mostra que quanto maior o tamanho da empresa, menor será o seu custo de capital próprio.

d. TESTE DE HIPÓTESES

i. VALOR DE MERCADO E GOVERNANÇA CORPORATIVA

Para a análise da relação entre criação de valor e boa governança corporativa, efetuou-se um teste de hipótese, a fim de verificar se as empresas com boa governança corporativa são, em média, mais valiosas em relação às empresas listadas no mercado tradicional. Conforme os resultados apresentados na tabela 5, de fato as empresas com boa governança corporativa são mais valiosas, com resultado estatisticamente significativo.

TABELA 5: TESTE DE HIPÓTESE ENTRE MARKET-TO-BOOK VALUE E COMGC

Variável	Obs	Média	Erro padrão	Desvio Padrão
MB1	792	1,9522	0,0579	1,6290
MB2	396	1,4368	0,0632	1,2417

t = 5,4793 p(value) = 0,0000

Fonte: Elaborado pelos autores

ii. CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO E GOVERNANÇA

Para a análise da relação entre custo de capital próprio e boa governança corporativa, efetuou-se um teste de hipótese, a fim de verificar se as empresas com boa governança corporativa possuem, em média, um custo de capital próprio mais baixo em relação às empresas listadas no mercado tradicional. Conforme os resultados apresentados na tabela 6, de fato as empresas com boa governança corporativa apresentam um menor custo de capital próprio, com resultado estatisticamente significativo.

TABELA 6: TESTE DE HIPÓTESE ENTRE CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO E COMGC

Variável	Obs	Média	Erro padrão	Desvio Padrão
Ke1	792	0,0249	0,0060	0,1686
Ke2	396	0,0755	0,0054	0,1088

t = - 5,4289 p(value) = 0,0000

Fonte: Elaborado pelos autores

e. REGRESSÃO LINEAR COM DADOS EM PAINEL (POOLED)

i. MARKET-TO-BOOK VALUE

Objetivando realizar mais testes com as variáveis selecionadas para o estudo, foram realizadas regressões combinando diferentes regressores em relação as variáveis dependentes. Com isso, na tabela abaixo encontra-se a relação entre a variável dependente valor de mercado (MB) em relação as variáveis independentes:

TABELA 7: REGRESSÃO LINEAR COM DADOS EM PAINEL POOLED PARA MARKET-TO-BOOK VALUE (MB) E CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO (KE)

Variáveis	MB	Ke
	Coefficiente	Coefficiente
	0,6255**	- 0,0471***
COMGC	(0,2525)	(0,0098)
	- 0,2457*	- 0,0021
TAM	(0,1307)	(0,0036)
	7,3423***	- 0,0704
ROA	(1,0010)	(0,0610)
	1,4038**	- 0,0109
DIV	(0,6129)	(0,0247)
	4,1546**	0,1125**
Cons	(1,7398)	(0,0501)
Observações	132	132
R ²	0,2725	0,2251

Fonte: Elaborado pelos autores

Os resultados obtidos foram calculados utilizando o software Stata versão 13. O R² foi de 0,27, com isso, pode-se considerar como um resultado razoável, de acordo com Silveira (2002), por conta de ter um enfoque na análise da significância das variáveis independentes na composição da variável dependente.

Conforme a tabela 7, pode-se verificar uma relação positiva entre boa governança corporativa (COMGC) e criação de valor (MB), estatisticamente significativa a 5% com coeficiente 0.625. Também houve uma relação inversa entre criação de valor (MB) e tamanho do ativo (TAM), estatisticamente significativa a 10% e com coeficiente -0,245. O retorno sobre o ativo (ROA) obteve uma relação positiva com a criação de valor (MB), estatisticamente significativa a 1% e com coeficiente 7,342. O endividamento (DIV) obteve uma relação positiva com a criação de valor (MB), estatisticamente significativa a 5% e com coeficiente 1.403.

Os resultados obtidos estão em linha com a literatura onde corroborou-se na relação direta entre boas práticas de governança corporativa e criação de valor.

ii. CUSTO DE CAPITAL PROPRIO

De acordo com a tabela 7, pode-se verificar uma relação negativa entre boas práticas de governança corporativa (COMGC) e custo de capital próprio (Ke), estatisticamente significativa a 1% com coeficiente -0,0471. O R² foi de 0,23, com isso, pode-se considerar como um resultado razoável, de acordo com Silveira (2002), por conta de ter um enfoque na análise da significância das variáveis independentes na composição da variável dependente.

Os resultados obtidos estão em linha com o que era esperado onde corroborou-se na relação inversa entre boas práticas de governança corporativa e custo de capital próprio. Com isso, conclui-se que empresas que aderem aos níveis de governança, em média, tem um custo de capital próprio menor e um risco menor aos investidores.

As demais variáveis independentes não se mostraram estatisticamente significativamente.

4. CONCLUSÕES

A presente pesquisa buscou estudar a relação entre governança corporativa, valor de mercado e custo de capital próprio. O objetivo principal foi identificar se a adoção aos níveis de governança corporativa com boas práticas de gestão e transparência, por parte das empresas de capital aberto listadas no Brasil, implica na redução do custo de capital próprio e no aumento do seu valor de mercado. De acordo com a literatura, boas práticas de governança mitigam os riscos relacionados a empresa, tornando-as mais transparentes e, como consequência, diminuindo os conflitos e garantindo o direito dos acionistas. Com isso, espera-se que, com a redução dos riscos, aumente a atratividade da companhia.

A amostra utilizada para buscar responder as questões do trabalho foi composta por 132 empresas de capital aberto, dispersas entre 17 setores de atuação diferentes, conforme distribuição adotada pela Economatica, no período de 2010 a 2018. Para a análise de dados, adotou-se o modelo de regressões em painel e os resultados aferidos demonstram que a adoção de boas práticas de governança influencia no custo de capital próprio e no valor de mercado das organizações.

As variáveis que se apresentaram significantes com o valor de mercado foram a governança corporativa (nível de 1%), o tamanho do ativo (nível de 5%), retorno sobre o ativo (nível de 1%) e a dívida da empresa (nível de 5%). O coeficiente apresentou sinal positivo, ou seja, pode-se afirmar que, estatisticamente, empresas que adotam boas práticas de governança tendem a ter um valor de mercado maior.

Já para o custo de capital, somente a governança corporativa mostrou-se significativa com 1%. No entanto, o coeficiente mostrou-se negativo, ou seja, com esses dados pode-se concluir que, estatisticamente, empresas que adotam boas práticas de governança tendem a ter um custo de capital próprio mais barato do que as demais.

Os resultados encontrados neste estudo já eram esperados. Empresas com governança corporativa tendem a transmitir maior credibilidade e confiabilidade aos investidores e, com isso, o prêmio pelo risco ao investir nessas companhias tendem a ser menor.

O tema governança corporativa ainda está em desenvolvimento no Brasil e, com isso, ainda há muito o que se estudar em relação ao que foi abordado neste artigo. Como sugestões para futuras pesquisas, pode-se citar: (i) diminuição e atualização do período estudado; (ii) utilização de outros métodos para o cálculo do K_e (custo de capital próprio) e (iii) inclusão de outras proxys para verificar a correlação.

5. REFERÊNCIAS

ANDRADE, Lélis Pedro de et al. **Governança corporativa: uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras.** Revista de Administração Mackenzie, v. 10, n. 4, p. 4-31, 2009.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e Valor**, 6a ed. São Paulo: Atlas, 2012.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e Valor**. 13ª ed. São Paulo: Atlas, 2013.

ASSAF NETO, Alexandre; LIMA, Fabiano Guasti. **Fundamentos de Administração Financeira**, 3º ed. São Paulo: Atlas

BLACK, Bernard; CARVALHO; Antonio G.; SAMPAIO, Joelson A.; **The Evolution of Corporate Governance in Brazil.** Northwestern Law & Econ Research Paper. No. 12-22 - 2014

BRIGHAM, Eugene F.; GAPENSKY, Louis C.; EHRHARDT, Michael C. **Financial Management: Theory and Practice**, 9th ed. Harcourt College Publishers, 1999.

CARVALHAL DA SILVA, André Luiz. **Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras.** Revista de Administração – RAUSP. Vol.39, n4, out-dez 2004

EHRHARDT, Michael C.; BRIGHAM, Eugene F. **Administração Financeira: Teoria e Prática.** Tradução da 14ª edição norte-americana. São Paulo: Cengage Learning, 2016.

FONSECA, C. V. C.; HIRUTAKA, C.; SILVEIRA, R. L. F. **A relação entre a governança corporativa e a estrutura de capital das empresas Brasileiras no período 2000-2013.** Revista: Enfoque: Reflexão Contábil, v.35, n. 2, 2016.

GODOY, Arilda S. **A pesquisa qualitativa e sua utilização em administração de empresas.** Revista de Administração de Empresas, v. 35, n.2, p.57-83, mar/abr.1995.

IBGC, **Governança Corporativa - Estrutura de controles societários** – 2009 (Saint Paul).

MARTINS, Gilberto de A. **Abordagens metodológicas em pesquisas na área de administração.** In RAUSP – Revista de Administração. Vol. 32, nº3 – 1997

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JORDAN, Bradford D.; LAMB, Roberto. **Fundamentos de Administração Financeira**. 9ª ed. Porto Alegre: AMGH, 2013.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JORDAN, Bradford D.; LAMB, Roberto. **Fundamentos de Administração Financeira**. 10ª ed. Porto Alegre: AMGH, 2015.

RUDD, A.; CLASING JR., H. B. **Modern portfolio theory the principles of investment management**. 2 ed. California: Barr Andrew Rudd, 1988. 525 p.

SALMASI, Silvia Vidal; **GOVERNANÇA CORPORATIVA E CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO NO BRASIL**. 2007

SILVA, A. L. C. **Governança corporativa e sucesso empresarial: melhores práticas para aumentar o valor da firma**. São Paulo: Saraiva, 2014.

SILVA, Edson Cordeiro da. **Governança Corporativa nas empresas: Guia prático de orientação para acionistas, investidores, conselheiros de administração e fiscal, auditores, executivos, gestores, analistas de mercado e pesquisadores**. São Paulo: Atlas, 4ª Edição.

SILVEIRA, A. D. M. da; PEROBELLI, F. F. C.; BARROS, L. A. B. de C. **Governança Corporativa e os Determinantes da Estrutura de Capital: Evidências Empíricas no Brasil**. RAC – Revista de Administração Contemporânea, vol. 12, jul./set.2008.

SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. **Atributos corporativos, qualidade da governança corporativa e valor das companhias abertas no Brasil**. Revista Brasileira de Finanças, v. 4, n. 1, 2006

VIEIRA, K. M.; VELASQUEZ, M. D.; LOSEKANN, V. L.; CERETTA, P. S. **A influência da governança corporativa no desempenho e na estrutura de capital das empresas listadas na Bovespa**. Revista Universo Contábil, v. 7, n. 1, p. 49-67, 2011

VILHENA, F. A. C.; CAMARGOS, M. A. **Governança corporativa, criação de valor e desempenho econômico-financeiro: evidências do mercado brasileiro com dados em painel**. REGE Revista de Gestão, São Paulo, v. 22, n. 1, p. 77-96, 2015.

WHITE, G. I.; SONDDHI, A. C.; FRIED, D. **The analysis and use of financial statements**. 1. ed. New York: John Wiley & Sons, 1994. 1198 p.

Contatos: lucas.fornazier@mackenzista.com.br – douglas.bastos@mackenzie.br