

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA
MESTRADO EM FINANÇAS E ECONOMIA EMPRESARIAL

BRUNO CAROPREZO

**O Impacto das Melhores Práticas de Governança Corporativa
no Custo da Dívida das Empresas Brasileiras**

Rio de Janeiro

2011

BRUNO CAROPREZO

**O Impacto das Melhores Práticas de Governança Corporativa
no Custo da Dívida das Empresas Brasileiras**

Dissertação submetida à Banca Examinadora da
Escola de Pós-Graduação em Economia da
Fundação Getúlio Vargas como exigência parcial
para obtenção do título de Mestre em Finanças e
Economia Empresarial, sob a orientação do
Professor André Luiz Carvalho da Silva

Aprovada em 24 de maio de 2011

Banca Examinadora

Prof. André Luiz Carvalho da Silva
IAG/PUC-RIO

Prof. Pedro Cavalcanti Gomes Ferreira
EPGE/FGV

Prof. Myrian Beatriz Eiras das Neves
BACEN

Rio de Janeiro

2011

A Deus, a meus pais, Paulo e Vania,
minha avó Alda, minha tia Marly,
minha esposa Bruna, minha profunda
gratidão.

AGRADECIMENTOS

A minha mãe, Vania, pelo seu amor e carinho incondicional e sua imensa contribuição para minha formação pessoal e profissional.

Ao meu pai, Paulo, pelos ensinamentos para ser um homem de bem.

A minha avó, Alda, e minha tia, Marly, pelo afeto e contribuição na formação de meu caráter.

A minha esposa, Bruna, pelo incentivo, paciência, amor desmedido e companheirismo.

Ao meu orientador, André Carvalhal, pelo conhecimento transmitido e pela grande contribuição na concretização de mais uma etapa.

A todo corpo docente do Mestrado, pela contribuição na minha formação profissional.

RESUMO

O presente trabalho tem por objetivo analisar a relação entre governança corporativa e custo da dívida das empresas listadas na BM&FBovespa de 2003 a 2009. Para medir a qualidade da governança da empresa, usamos o índice de governança corporativa de Carvalhal e Leal (2005), a listagem nos níveis diferenciados de governança da BM&FBovespa e a listagem de ADRs nos Estados Unidos. Os resultados indicam que empresas com melhor governança tem menor custo de dívida.

Palavras-chave: governança corporativa, custo da dívida

ABSTRACT

This study examines the relationship between corporate governance and cost of debt of Brazilian listed firms from 2003 to 2009. To measure the quality of corporate governance, we use the index of Carvalho and Leal (2005), the listing on the governance levels of BM&FBovespa, and the presence of ADRs in the U.S. Our results indicate that firms with better governance have lower cost of debt.

Keywords: corporate governance, cost of debt

SUMÁRIO

1. Introdução.....	1
2. Revisão da Literatura.....	4
3. Dados e Metodologia.....	10
4. Resultados.....	11
5. Conclusão.....	17
6. Referências Bibliográficas.....	18

1. Introdução

O presente estudo investiga se empresas com melhores práticas de governança corporativa tem menores custos de captação. No cenário mundial, em função dos escândalos financeiros ocorridos na última década, governo e órgãos reguladores asseguraram, na forma de normas e regulamentações, mecanismos que dessem maior transparência à gestão dessas empresas, conseqüentemente agregando valor aos seus acionistas.

Desde então, diversos trabalhos sobre governança corporativa foram desenvolvidos de forma a verificar ganhos com a implementação dessas melhores práticas de gestão, em especial para reduzir o custo de capital das empresas.

Bhojraj e Sengupta (2003) analisaram a influência dos mecanismos de governança corporativa no *yield* e no *rating* dos *bonds* emitidos por empresas americanas no período compreendido entre 1991 e 1996. Os autores evidenciaram relação significativa entre governança e elevação dos *ratings*.

Chava, Livdan e Purnanandam (2008) analisam os impactos de defesas mais baixas de aquisição (*takeover*) no custo dos empréstimos concedidos a empresas dos EUA entre 1990 e 2004. O estudo constata que empresas com defesas mais baixas de aquisição tem seu custo de captação aumentado em 25% comparado com empresas com defesas mais altas.

Seguindo a mesma linha de estudo, Klock, Mansi e Maxwell (2004) analisam a relação entre o custo de financiamento e um índice de governança que contem várias provisões *antitakeover* e de proteção aos acionistas. Os

resultados mostram que empresas com altos dispositivos *antitakeover* possuem reduzidos custos de financiamento.

Ivashina et al. (2008) investigam se o papel de transmissão de informação dos bancos tem um efeito importante no mercado de controle corporativo, e concluem que empresas com alto endividamento tendem a se tornar um alvo de clientes do mesmo banco credor.

Em relação aos impactos da governança no risco de crédito das empresas, Ashbaugh, Collins e LaFond (2006) investigam se empresas com boa governança corporativa possuem *credit ratings* superiores a empresas com más práticas de governança. O estudo fornece evidências que empresas com níveis elevados de governança apresentam redução em seu risco de crédito.

Anderson, Mansi e Reeb (2002) relacionam propriedade e custo de agência das dívidas. O trabalho conclui que empresas de capital aberto que preservam a família fundadora no controle tem redução nos custos de agência da dívida. Piot e Piera (2007) e Blom e Schauten (2006) encontram que empresas européias com melhores práticas de governança possuem reduzidos custos de captação.

Chan-Lau (2001) analisa como as diferentes estruturas de governança afetam o custo de agência das dívidas, e conclui que a governança tem um papel importante na determinação do custo de agência resultante do conflito de interesses entre credores e acionistas.

Analisando governança corporativa e política de financiamento, Litov (2004) encontra que empresas com melhor governança usam mais dívida como

instrumento de financiamento em decorrência de possuírem menores custos para captação de recursos.

Embora haja uma vasta gama de trabalhos desenvolvidos internacionalmente sobre o tema, ainda há um reduzido número de estudos no Brasil. Lima et al. (2004) verificam se o custo de captação via debêntures no mercado de capitais brasileiro é menor para empresas que aderiram ao Novo Mercado. Os autores apontam como premissa o fato de que as novas exigências atuam no sentido de tornar o risco percebido pelos credores menor, possibilitando a redução dos prêmios exigidos. Vieira e Mendes (2004) concluem que as práticas de governança corporativa são capazes de reduzir o custo de captação das empresas.

Lopes e Martins (2007) e Melo (2008) analisam governança e custo da dívida através da metodologia de estudo de eventos, e concluem que o custo de capital de terceiros diminui após a adesão aos níveis diferenciados de governança da BM&FBovespa. Por outro lado, Alencar e Lopes (2005) concluem que não existe qualquer alteração do custo de capital das empresas que aderiram as melhores práticas de governança corporativa.

Esse artigo analisa a influência das melhores práticas de governança corporativa no custo da dívida, utilizando todas as empresas listadas na BM&FBovespa entre 2003 e 2009. Para medir a qualidade da governança, usamos o índice de governança corporativa de Carvalhal e Leal (2005), a listagem nos níveis diferenciados de governança da BM&FBovespa e a listagem de ADRs nos Estados Unidos.

Os resultados indicam uma relação significativamente negativa entre custo da dívida e governança, ou seja, empresas com melhor governança possuem menor custo de capital de terceiros.

O presente estudo está organizado em cinco capítulos. No segundo capítulo, é feita uma revisão dos principais estudos da literatura envolvendo governança e custo de dívida. O terceiro capítulo apresenta os dados e a metodologia utilizada. O quarto capítulo apresenta os resultados, e o último capítulo conclui o estudo.

2. Revisão da Literatura

Os trabalhos de Jensen e Meckling (1976) e Myers (1977) mostram que existem assimetrias de informação entre os diferentes *stakeholders* de uma empresa, e argumentam que a estrutura de capital pode ter uma função de alinhar os interesses entre os mesmos.

Bhojraj e Sengupta (2003) analisam a relação entre governança corporativa, *ratings* e *yields* dos *bonds* nos Estados Unidos. Os autores investigam se mecanismos de governança podem reduzir o risco de inadimplência, mitigando os custos de agência e de monitoramento do desempenho gerencial, reduzindo a assimetria de informação entre empresa e credores. Os autores mostram que a relação entre governança corporativa e o *rating* dos *bonds* foi estatisticamente significativa a 10%, ao contrário da relação com o *yield*, que não apresentou significância estatística.

Chava, Livdan e Purnanandam (2008), usando dados de mais de 6.000 empréstimos concedidos a empresas dos EUA entre 1990 e 2004, constata-

que defesas mais baixas de aquisição (*takeover*) aumentam significativamente o custo dos empréstimos bancários para uma empresa. Os autores evidenciam que empresas com menores defesas públicas de aquisição pagam *spread* 25% maior em seus empréstimos bancários em relação às empresas com defesa mais alta.

Ivashina et al. (2008) investigam se o papel de transmissão de informação dos bancos tem um efeito importante no mercado de controle corporativo. Neste trabalho, os autores analisam o papel disciplinador dos bancos e dívidas bancárias no mercado para controle corporativo, e mostram que a relação da intensidade dos empréstimos bancários e rede de clientes do banco têm efeitos positivos sobre a probabilidade de uma empresa tomadora se tornar um alvo. Esse efeito é acentuado nos casos em que o alvo e o adquirente tem um relacionamento com o mesmo banco. Ao final os autores inferem que: (1) a intensidade dos empréstimos bancários tem um efeito significativo e positivo sobre a probabilidade de uma empresa se tornar um alvo, (2) o número de empresas de um mesmo cliente em uma indústria que lida com o banco é positivo e significativamente relacionado com a probabilidade de aquisição de uma empresa devedora, (3) a importância da intensidade do crédito bancário na previsão de uma aquisição é maior para aquelas aquisições que o adquirente e o alvo compartilham uma relação de empréstimo com o mesmo banco, e (4) empresas que mudam seu relacionamento bancário são mais prováveis para adquirir um cliente do seu novo banco como um novo alvo.

Examinando a relação entre o custo do financiamento da dívida e um índice de governança, que contém várias provisões *antitakeover* e de proteção aos

acionistas, Klock, Mansi e Maxwell (2004), usando dados de empresas para o período 1990 a 2000, encontram que as disposições *antitakeover* reduzem o custo de financiamento da dívida. Segmentando os dados em empresas com direitos de gestão mais forte (disposições mais fortes de *antitakeover*) e empresas com fortes direitos dos acionistas (disposições mais fracas de *antitakeover*), os autores encontram que as disposições *antitakeover* fortes estão associadas a um menor custo de financiamento da dívida, enquanto que disposições *antitakeover* fracas são associadas a um maior custo de financiamento da dívida.

Ashbaugh, Collins e LaFond (2006) investigam se empresas com boa governança possuem melhor classificação de crédito (*credit ratings*) em relação a empresas com governança fraca. Os resultados indicam que a classificação de crédito é negativamente relacionada com o número de acionistas controladores, poder do *Chief Executive Officer* (CEO), e positivamente relacionada com as defesas de *takeover* e independência do conselho.

Anderson, Mansi e Reeb (2002) investigam o impacto da estrutura de controle da família fundadora sobre o custo de agência das dívidas. Os autores verificam que a propriedade está relacionada estatística e economicamente a um menor custo de financiamento da dívida. As evidências também indicam que a relação entre a família fundadora e encargos da dívida não é monótona: o custo da dívida primeiramente cai com o aumento da participação da família, mas, em seguida, cresce com o aumento da propriedade familiar. No entanto, independentemente da quantidade de ações detidas pela família fundadora, os

autores observam que as empresas familiares desfrutam de um menor custo de dívida que as empresas não-familiares.

Schauten e Blom (2006) analisam a relação entre a qualidade da governança corporativa e o custo da dívida e mostram que a governança corporativa é negativamente relacionada com o custo da dívida. Piot e Piera (2007) investigam os efeitos da governança e da qualidade de auditoria sobre o custo da dívida contraída por grandes empresas francesas e descobrem que a qualidade da governança tem um efeito significativo na redução do custo da dívida, enquanto que a qualidade da auditoria não apresenta essa propriedade.

Chan-Lau (2001) estuda como diferentes estruturas de governança corporativa afetam o custo de agência da dívida. O autor encontra que, em estruturas de governança onde os credores detem direitos para se tornarem acionistas, há evidências de redução nos custos de agência da dívida e melhora nas condições de financiabilidade da companhia.

Litov (2004) analisa a governança corporativa e a política de financiamento e encontra que, em empresas onde os direitos dos acionistas são reduzidos, há uma maior utilização de dívida e elevados índices de alavancagem. Os resultados evidenciam que empresas com melhores direitos dos acionistas possuem baixos custos para emissão de títulos e desfrutam de melhores classificações de crédito.

No Brasil, existem poucos trabalhos que relacionam custo de captação e governança corporativa. Lima et al. (2004) analisam se o custo de captação via debêntures no mercado de capitais brasileiro é menor para empresas que

aderiram ao Novo Mercado. Os autores concluem não haver diferencial algum nos custos de captação via debêntures, seja por uma empresa que tenha aderido ao Novo Mercado ou por uma empresa que não tenha aderido.

Por outro lado, Alencar e Lopes (2005) investigam se o nível de *disclosure* 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 e a conclusão é que o nível de *disclosure* não afeta o custo de capital. De forma a reforçar os resultados, Alencar e Lopes (2005) corroboram que a implementação de práticas diferenciadas de governança corporativa não resultou em alteração do custo de capital.

Cicogna, Toneto e Valle (2006) verificam se a melhoria na governança resulta no aumento do financiamento das empresas. Para tanto os autores comparam os índices de alavancagem das empresas que aderiram aos níveis de governança da BM&FBovespa com as do mercado tradicional. Os resultados dos testes mostram que a variável *dummy* de governança é significativa e positivamente correlacionada com os índices de dívida bruta/patrimônio líquido e exigível a longo prazo/patrimônio líquido.

Rogers, Securato e Ribeiro (2008) verificam se empresas que adotam melhores práticas de governança possuem menor custo de capital. Os autores concluem que o custo de capital é menor para empresas com práticas de governança corporativa superiores. O custo de capital das empresas com melhores práticas de governança é 34,22% menor do que o das empresas com piores práticas de governança.

Lopes e Martins (2007) analisam as alterações do custo de capital de terceiros das empresas que aderiam aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa. Utilizando um estudo de eventos para comparar os custos antes e depois da adesão aos níveis diferenciados, os autores concluem que, no médio e longo prazo, o custo de capital de terceiros diminui após a adesão aos níveis diferenciados de governança.

Melo (2008) analisa os impactos da governança corporativa no custo de capital de terceiros utilizando a metodologia de estudo de eventos, e conclui que existe redução dos custos de captação em mais da metade das empresas aderentes às boas práticas.

3. Dados e Metodologia

Nossa amostra abrange 658 empresas listadas na BM&FBovespa com dados disponíveis no período de 2003 a 2009. Todos os dados foram extraídos do Economática, a exceção do índice de governança corporativa, que foi obtido de Carvalho e Leal (2005).

Calculamos o custo da dívida como a razão entre despesas financeiras e passivo oneroso (empréstimos, financiamentos, debêntures e *bonds*). Utilizamos 3 *proxies* para medir governança: índice de governança de Carvalho e Leal (2005), listagem nos níveis de governança da BM&FBovespa e listagem de ADRs nas bolsas de valores dos EUA. A equação a seguir apresenta o modelo utilizado:

$$CDIV_{it} = \beta_0 + \beta_1 IPGC_{it} + \beta_2 NGC_{it} + \beta_3 ADR_{it} + \beta_4 VOT_{it} + \beta_5 TANG_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 TAM_{it} + \beta_8 ALAV_{it} + \beta_9 P / B_{it} + v_{it}$$

em que CDIV é a razão entre despesas financeiras e passivo oneroso (empréstimos, financiamentos, debêntures e *bonds*), IPGC é o índice de governança de Carvalho e Leal (2005), NGC é uma variável *dummy* que assume o valor 1 quando a empresa é listada nos níveis de governança da BM&FBovespa, ADR é uma variável *dummy* que assume o valor 1 quando a empresa possui ADRs nas bolsas de valores dos EUA, VOT é o capital votante do maior acionista, TANG é a tangibilidade dos ativos (ativo fixo/ativo total), ROA é retorno sobre o ativos (EBITDA/Ativo), TAM é o tamanho da empresa (log do ativo total), ALAV é a alavancagem (passivo exigível/passivo total), e

P/B é o *price-to-book* (razão entre o valor de mercado e o valor patrimonial da ação).

As variáveis de controle foram selecionadas a partir da literatura. São esperados sinais negativos para as variáveis TAM, P/B e ROA, pois empresas maiores e com melhor desempenho tendem a contrair empréstimos com *spread* inferiores, já que possuem melhores indicadores creditícios que as demais. Para a variável ALAV é esperado sinal positivo já que empresas mais alavancadas possuem um risco maior de inadimplimento. Quanto maior a tangibilidade de uma empresa, maior será a sua capacidade de prover ativos em garantia, e por isso espera-se sinal negativo para TANG. Esperamos sinal positivo para VOT, uma vez que um elevado grau de concentração de capital votante vai de encontro com as boas práticas de governança corporativa e pode trazer maiores custos de agência.

4. Resultados

A Tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis estudadas. Na média, o custo da dívida das empresas da amostra é 38,67% a.a. A governança das empresas pode ser considerada mediana: o IPGC médio situa-se em torno de 4,79; apenas 26% das empresas estão listadas nos níveis de governança da BM&FBovespa, e 10% tem ADRs nos Estados Unidos. Observa-se também que o acionista controlador detém em média 61% do capital votante das empresas. As empresas brasileiras apresentam uma alavancagem média de 60%, um ROA próximo a 4% e um *price-to-book* de 2,4.

Tabela 1 – Estatística Descritiva das Variáveis

Estatística descritiva de todas as variáveis usadas no estudo de 2003 a 2009.

A definição das variáveis pode ser vista na seção 3.

Variável	Média	Mediana	Desv Pad	Min	Max
CDIV	38,67	17,71	84,86	0,00	959,75
IPGC	4,79	4,50	1,69	0,75	9,50
NGC	0,26	0,00	0,44	0,00	1,00
ADR	0,10	0,00	0,30	0,00	1,00
VOT	61,37	59,70	27,42	2,00	100,00
TANG	31,11	30,84	24,21	0,00	98,25
ROA	3,94	3,30	13,70	-85,20	426,70
TAM	5,77	5,86	0,90	1,49	8,33
ALAV	60,23	61,80	23,14	0,00	99,90
P/B	2,41	1,40	4,51	0,10	73,90

A Tabela 2 apresenta a matriz de correlação entre as variáveis. Podemos perceber que as variáveis de governança (IPGC, NGC e ADR) são negativamente correlacionadas com a variável CDIV, indicando que boa governança está relacionada com menores custos de dívida.

As variáveis TAM, TANG e P/B apresentam correlação negativa com CDIV, resultado em linha com o esperado. Para as variáveis TAM e P/B, empresas de maior porte e mais bem avaliadas possuem maior geração de caixa, traduzindo em custos reduzidos de captação. A variável TANG tem sinal negativo, indicando que ativos fixos que podem ser dados em garantia tendem

a reduzir os custos de financiamento. Os coeficientes das variáveis VOT, ROA e ALAV, apesar de baixos, possuem sinal contrário ao resultado esperado

Tabela 2 - Matriz de Correlação das Variáveis

Matriz de correlação de todas as variáveis usadas no estudo de 2003 a 2009.

A definição das variáveis pode ser vista na seção 3.

	CDIV	IPGC	NGC	ADR	VOT	TANG	ROA	TAM	ALAV	P/B
CDIV	1,00									
IPGC	-0,08	1,00								
NGC	-0,07	0,59	1,00							
ADR	-0,09	0,15	0,23	1,00						
VOT	-0,04	-0,29	-0,22	-0,02	1,00					
TANG	-0,12	-0,04	0,03	0,12	0,03	1,00				
ROA	0,01	0,10	0,03	0,01	0,03	-0,04	1,00			
TAM	-0,06	0,33	0,28	0,41	-0,04	0,21	0,09	1,00		
ALAV	-0,05	-0,09	-0,06	0,03	0,06	0,02	-0,18	0,15	1,00	
P/B	-0,03	0,10	0,05	0,00	-0,06	-0,07	-0,01	0,06	0,20	1,00

Em seguida, dividimos as empresas em grupos de acordo com a presença nos níveis de governança da BM&FBovespa e com a listagem de ADRs nos Estados Unidos. A Tabela 3 apresenta o resultado do teste de média (mediana) para verificar se existe diferença significativa entre o custo da dívida de empresas com boas e más práticas de governança.

Analisando o primeiro grupo, evidencia-se claramente que empresas presentes nos níveis de governança da BM&FBovespa apresentam custo de dívida significativamente menor. Empresas listadas nos níveis de governança

possuem um custo de dívida médio de 30,75%, bem inferior aos 42,96% obtidos pelas empresas do mercado tradicional. O teste de média e mediana da variável CDIV indica diferença significativa a 1% entre esses dois grupos.

Tabela 3 – Teste de Diferenças do Custo da Dívida Financeira e Governança Corporativa

Média (mediana) das variáveis após ordenar as empresas segundo os níveis de governança da BM&FBovespa e listagem de ADRs. A amostra foi dividida em 4 grupos: empresas presentes/ausentes dos níveis de governança da BM&FBovespa e empresas com/sem ADRs. Os valores relativos a mediana estão reportados em parênteses, abaixo dos valores referentes a média. Foi realizado um teste de média (mediana) para verificar se existe diferença significativa entre os dois grupos, e o valor-p do teste está reportado. ***, **, e * indicam diferença estatisticamente significativa a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Variável	Listagem nos Níveis de Governança			Listagem via ADR		
	Mercado Tradicional	Níveis de Governança	Teste de Igualdade	Sem ADRs	Com ADRs	Teste de Igualdade
CDIV	42,96 (19,87)	30,75 (15,51)	0,01*** (0,00***)	41,42 (19,07)	17,24 (12,03)	0,00*** (0,00***)
IPGC	4,13 (4,00)	6,31 (6,50)	0,00*** (0,00***)	4,70 (4,46)	5,49 (5,42)	0,00*** (0,00***)
VOT	65,19 (63,40)	52,24 (51,00)	0,00*** (0,00***)	61,49 (60,80)	59,94 (53,60)	0,40 (0,18)
TANG	30,72 (30,82)	32,20 (31,28)	0,16 (0,12)	30,17 (29,13)	39,85 (41,10)	0,00*** (0,00***)
ROA	3,73 (3,00)	4,56 (4,20)	0,16 (0,00***)	3,92 (3,20)	4,19 (4,10)	0,76 (0,02**)
TAM	5,61 (5,70)	6,17 (6,20)	0,00*** (0,00***)	5,64 (5,76)	6,86 (6,92)	0,00*** (0,00***)
ALAV	61,00 63,30	58,08 58,90	0,00*** (0,00***)	59,98 (61,80)	62,52 (61,90)	0,09* (0,54)
P/B	2,25 (1,10)	2,71 (1,90)	0,03** (0,00***)	2,40 (1,30)	2,45 (1,90)	0,89 (0,00***)

O mesmo ocorre quando analisamos CDIV de empresas com e sem ADRs. Empresas com ADRs apresentam um custo médio de dívida de 17,24%, enquanto que as sem ADRs possuem um custo bem superior (41,42%), sendo que as diferenças são significativas a 1%. Conforme o esperado, o IPGC das empresas listadas nos níveis de governança da BM&FBovespa e das firmas com ADRs são maiores do que o das empresas do mercado tradicional e sem ADRs.

Empresas com ADRs tendem a ter mais ativos fixos do que empresas sem ADRs. No entanto, não existe diferença significativa entre a tangibilidade dos ativos entre as empresas do mercado tradicional e do NGC. Empresas maiores tem melhores práticas de governança. Empresas do NGC tem menor alavancagem, mas o mesmo não acontece com as empresas com ADRs.

As Tabela 4 a 6 apresentam os modelos para analisar a relação do custo da dívida com as três variáveis utilizadas como *proxy* de governança (IPGC, NGC e ADR, respectivamente). Rodamos o teste de Hausman, que indicou que o modelo de painel com efeitos aleatórios (*random-effects*) é mais eficiente nesse caso.

Todos modelos mostram uma relação significativamente negativa entre custo da dívida e governança corporativa, ou seja, os resultados mostram a influência das boas práticas de governança corporativa na redução do custo da dívida das empresas brasileiras. No modelo completo, a variável IPGC apresentou significância estatística a 1%, enquanto NGC e ADR são significativos a 5%.

Tabela 4 - Custo da Dívida Financeira e Índice de Governança

Regressões em painel com efeitos aleatórios (*random-effects*) em que a variável dependente é o custo da dívida financeira de 2003 a 2009. As definições das variáveis pode ser vista na seção 3. Os p-valores, ajustados por auto-correlação e heteroscedasticidade, são reportados em parênteses. ***, **, e * indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Variável	I	II	III	IV
Constante	60,18*** (0,00)	87,16*** (0,00)	109,07*** (0,01)	108,72 (0,88)
IPGC	-3,78*** (0,00)	-4,97*** (0,00)	-4,30*** (0,01)	-4,79*** (0,00)
VOT		-0,11 (0,44)		-0,17 (0,40)
TANG		-0,41*** (0,00)	-0,40*** (0,01)	-0,56*** (0,00)
ROA			-0,17 (0,46)	-0,25 (0,45)
TAM			6,10 (0,44)	5,01 (0,39)
ALAV				-0,43** (0,05)
P/B				-0,08 (0,81)
R ² ajust	0,54	0,53	0,54	0,52

**Tabela 5 - Custo da Dívida Financeira e Nível de Corporativa da
BM&FBovespa**

Regressões em painel com efeitos aleatórios (*random-effects*) em que a variável dependente é o custo da dívida financeira de 2003 a 2009. As definições das variáveis pode ser vista na seção 3. Os p-valores, ajustados por auto-correlação e heteroscedasticidade, são reportados em parênteses. ***, **, e * indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Variável	I	II	III	IV
Constante	43,72*** (0,00)	61,94*** (0,00)	112,97*** (0,00)	103,40** (0,03)
NGC	-7,12* (0,09)	-9,76** (0,05)	-4,22* (0,09)	-16,51** (0,05)
VOT		-0,02 (0,86)		-0,06 (0,75)
TANG		-0,43*** (0,00)	-0,39*** (0,00)	-0,50*** (0,00)
ROA			0,05 (0,51)	-0,12 (0,70)
TAM			9,38 (0,11)	2,28 (0,78)
ALAV				-0,31 (0,13)
P/B				-0,22 (0,48)
R ² ajust	0,55	0,54	0,55	0,52

Tabela 6 - Custo da Dívida Financeira e Listagem de ADRs nos EUA

Regressões em painel com efeitos aleatórios (*random-effects*) em que a variável dependente é o custo da dívida financeira de 2003 a 2009. As definições das variáveis pode ser vista na seção 3. Os p-valores, ajustados por auto-correlação e heteroscedasticidade, são reportados em parênteses. ***, **, e * indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Variável	I	II	III	IV
Constante	43,39*** (0,00)	55,84*** (0,00)	109,44*** (0,00)	95,79* (0,10)
ADR	-26,22*** (0,00)	-23,16*** (0,00)	-11,26** (0,05)	-17,85** (0,02)
VOT		0,03 (0,81)		0,04 (0,84)
TANG		-0,40*** (0,00)	-0,37*** (0,00)	-0,48*** (0,00)
ROA			0,05 (0,50)	-0,10 (0,74)
TAM			9,00 (0,19)	3,59 (0,72)
ALAV				-0,25 (0,20)
P/B				-0,24 (0,43)
R ² ajust	0,54	0,53	0,54	0,51

5. Conclusão

Na literatura internacional são muitos os estudos que indicam que empresas que possuem melhores práticas de governança possuem menores custos de financiamento via capital de terceiros (Bhojraj e Sengupta (2003), Chava, Livdan e Purnanandam (2008) e Klock, Mansi e Maxwell (2004), Schauten e Blom (2006) e Piot e Piera (2007)).

No Brasil, além de não existir um número expressivo de trabalhos sobre o tema, não há convergência nos resultados, seja pela metodologia empregada, pelo período analisado ou pela forma como a governança é mensurada.

O objetivo do presente estudo é analisar se empresas com melhores práticas de governança captam recursos com *spreads* reduzidos. Analisamos dados de empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa no período de 2003 a 2009 utilizando como *proxy* de governança o índice de Carvalhal e Leal (2005), a presença nos níveis diferenciados de governança da BM&FBovespa, e a listagem de ADRs nos Estados Unidos.

Nossos resultados, representados pela relação significativamente negativa entre custo da dívida e as *proxies* de boa governança, mostram que empresas com melhor governança possuem menores custos de captação.

6. Referências Bibliográficas

- 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: Outubro, 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.; COLLINS, D.; LAFOND, R. The effects of corporate governance on firms' credit ratings. **Journal of Accounting and Economics**, v. 42, p. 203–243, 2006.
- 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.
- CARVALHAL, A., LEAL, R. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 3, p. 1-18, 2005.
- CHAN-LAU J. The impact of corporate governance structures on the agency cost of debt, **IMF Working paper**, WP/01/204, 2001.
- CHAVA, S.; LIVDAN, D. PURNANANDAM, A. Do shareholder rights affect the cost of bank loans? **Review of Financial Studies**, v. 22, p. 2973-3004, 2007.
- 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.

- IVASHINA, V.; NAIR, V.; SAUNDERS, A.; MASSOUD, N.; STOVER, R. Bank debt and corporate governance, **Review of Financial Studies**, v. 22, p. 41-77, 2008.
- 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.
- LIMA, I.; IKEDA, R.; SALOTTI, B.; BATISTELLA, F. O custo de captação e a governança corporativa. In: **17º CONGRESSO BRASILEIRO DE CONTABILIDADE**. Anais...Brasília: Conselho Federal de Contabilidade, 2004.
- LITOV, L. Corporate governance and financing policy: new evidence. **New York University Working Paper**, 2005.
- LOPES, J.; MARTINS, H. Adesão às práticas de governança corporativa e as alterações no custo de capital de terceiros: um estudo das empresas listadas no “novo mercado” e “níveis diferenciados” da Bovespa. In: **Revista de Administração da FEADMinas**, v. 4, 38-47, 2007.
- KLOCK, M.; MANSI, S.; MAXWELL, W. Corporate Governance and the Agency Cost of Debt. **George Washington University Working Paper**, 2003.
- MELO, R. **Impactos da Governança Corporativa no Custo de Capital de Terceiros**. Monografia de Bacharel em Administração da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008.
- MYERS, S. Determinants of corporate borrowing. **Journal of Financial Economics**, v. 5, p. 147–175, 1977.

- PIOT, C.; PIERA, M. Corporate governance, audit quality and the cost of debt financing of French listed companies. **Working Paper**, 2007.
- ROGERS, P.; SECURATO, J.; RIBEIRO, K. Governança corporativa, custo de capital e retorno do investimento no Brasil. **Revista de Gestão USP**, v. 15, p. 61-77, 2008.
- SCHAUTEN, M.; BLOM, J. Corporate governance and the cost of debt. **Working Paper**, 2006.
- WHITEHEAD, C. The evolution of debt: covenants, the credit market, and corporate governance. **Boston University School of Law Working Paper**, v. 08-26, 2008.