

**MFC192 - OS EFEITOS DO AUMENTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA
EM RELAÇÃO À REDUÇÃO DO CUSTO DE ENDIVIDAMENTO****AUTORIA**

JOSE CLEMENTE MARIA FERREIRA SANTOS
UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS

POUERI DO CARMO MARIO
UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS

Resumo

O surgimento da governança corporativa decorre de um esforço de alguns atores sociais em implantar mecanismos capazes de minimizar o problema de agência, garantindo ao principal dessa relação a satisfação de seus interesses. Nesse cenário, o principal seria o provedor de recursos para a organização, seja o proprietário ou um terceiro, por meio de empréstimos e financiamentos. Tais mecanismos envolvem maior controle, transparência e prestação de contas, que reduzem a percepção do risco da entidade, que geralmente é refletida na redução do custo de financiamento (juros) da empresa. Assim, o estudo teve como objetivo demonstrar os efeitos da redução do custo médio de endividamento das empresas listadas na B3, após a sua migração para um maior nível de governança corporativa, bem como se melhores práticas de governança (medidas pela aderência à SOX) influenciariam nessa redução. Não houve evidências estatísticas de que maiores procedimentos de governança corporativa ocasionem uma redução do custo da dívida das entidades.

OS EFEITOS DO AUMENTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA EM RELAÇÃO À REDUÇÃO DO CUSTO DE ENDIVIDAMENTO

RESUMO

O surgimento da governança corporativa decorre de um esforço de alguns atores sociais em implantar mecanismos capazes de minimizar o problema de agência, garantindo ao principal dessa relação a satisfação de seus interesses. Nesse cenário, o principal seria o provedor de recursos para a organização, seja o proprietário ou um terceiro, por meio de empréstimos e financiamentos. Tais mecanismos envolvem maior controle, transparência e prestação de contas, que reduzem a percepção do risco da entidade, que geralmente é refletida na redução do custo de financiamento (juros) da empresa. Assim, o estudo teve como objetivo demonstrar os efeitos da redução do custo médio de endividamento das empresas listadas na B3, após a sua migração para um maior nível de governança corporativa, bem como se melhores práticas de governança (medidas pela aderência à SOX) influenciariam nessa redução. Não houve evidências estatísticas de que maiores procedimentos de governança corporativa ocasionem uma redução do custo da dívida das entidades.

Palavras chave: custo da dívida; juros; governança corporativa; SOX

INTRODUÇÃO

O desenvolvimento do sistema capitalista levou as organizações à busca do aumento da produção e do lucro, geralmente por meio de ganhos de escala. Nessa seara, Lima (2009) sintetiza que tal estrutura precisa de mais capitais do que os proprietários das firmas dispunham, de forma que algumas firmas deixaram de lado a estrutura familiar ou individual de controle e optassem pela divisão da propriedade, incorporando novos sócios.

Ao deixar de lado essa estrutura familiar, houve uma profissionalização da gestão, na medida em que o proprietário não conduzia mais os negócios, delegando tal atribuição a administradores (Lima, 2009). Sendo assim, surgiu a chamada relação de agência, que é definida por Jensen e Meckling (2008) como “um contrato sob o qual uma ou mais pessoas (o(s) principal(is)) emprega uma outra pessoa (agente) para executar em seu nome um serviço que implique a delegação de algum poder de decisão ao agente”.

Jensen e Meckling (2008) ainda acrescentam que caso as partes dessa relação desejarem maximizar sua própria utilidade, há boas razões para acreditar que o agente nem sempre agirá de acordo com os interesses do principal. Nesse sentido, colocam que o principal irá limitar as divergências de interesses por meio da aplicação de incentivos ao agente, bem como no desembolso de custos de monitoramento, visando a limitar as atividades irregulares do agente.

Diante desse cenário, Lima (2009) afirma que o conceito de governança corporativa surge com o esforço de alguns atores sociais em implantar mecanismos capazes de minimizar o problema de agência, garantindo ao principal dessa relação a satisfação de seus interesses. Leite (2014) acrescenta que o tema ganhou ainda mais destaque em função de escândalos de gestão fraudulenta, como os que envolveram as empresas Parmalat, Enron e WorldCom, tanto no Brasil quanto nos Estados Unidos.

Nesse sentido, destaca-se o conceito de governança corporativa, apresentado pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários):

“o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao *proteger todas as partes interessadas*, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: *transparência*, equidade de tratamento dos acionistas e *prestação de contas* (CVM, 2002, p. 1, grifo dos autores)”.

Essa maior transparência e prestação de contas gera maior confiança nas informações financeiras e contábeis, bem como na gestão da entidade, reduzindo então a percepção do risco da entidade. Transparência gera confiança e confiança, segundo o Manual de Contabilidade Societária (2010) é fundamental no mundo dos negócios, de forma que a confiança na qualidade das normas utilizadas para a elaboração das informações contábeis faz parte do processo que ajuda na facilitação das operações e na redução do custo do capital. Assim, essa diminuição dos riscos, no geral, é refletida na redução do custo de financiamento (juros) da empresa.

Desse modo, o presente estudo tem como problema diagnosticar *qual é o efeito de melhores práticas de governança corporativa em relação à redução do custo de endividamento das empresas?*

Para responder a esse questionamento, temos como objetivo demonstrar os efeitos da redução do custo médio de endividamento das empresas listadas na B3, após a sua migração para um maior nível de governança corporativa, bem como verificar se melhores práticas de governança (medidas pela aderência à SOX) influenciariam nessa redução.

Como justificativa, o tema governança corporativa vem ganhando destaque no mercado, em especial com a evolução do mercado de capitais. Observa-se que o tema ganhou especial destaque no mundo com o caso de fraude da Enron, em 2002, nos EUA (Estados Unidos da América), culminando com a aprovação da lei Sarbanes-Oxley por esse país (Leite, 2014).

No Brasil, tal tema é altamente difundido tanto no mercado de capitais, como na academia. Além disso, instituições como a CVM, a B3 (Brasil, Bolsa e Balcão) e o IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) trabalham de forma continuada com o objetivo de difundir os preceitos de governança pelo país.

Vários estudos internacionais demonstram que há uma relação inversa entre o custo de endividamento e melhores práticas de governança, como os de Bhojraj & Sengupta (2003), Piot e Missonier-Piera (2009), Jandik e McCumber (2013), dentre outros. Apesar disso, o estudo de Barros, Silva e Voese (2015) apresentou efeitos contraditórios sobre o mercado brasileiro: se, por um lado, verificou-se que a média de custos de financiamento é menor em empresas com elevado grau de presença de atributos de governança corporativa, por outro, não foi possível afirmar que empresas que aderem a níveis mais elevados de governança sejam capazes de captar recursos a menores custos.

Dessa forma, o presente estudo pretende acrescentar à análise realizada por Barros *et al* (2015) os efeitos da oscilação da taxa de juros básica da economia (Selic). Ademais, verificaremos se empresas brasileiras que negociam papéis no mercado americano possuem menores custos de endividamento, visto que se submetem a maiores controles, decorrentes de exigências da SOX (Lei Sarbanes-Oxley). Ademais, iremos avaliar se nos casos de migração entre os segmentos de governança corporativa, houve uma redução no custo do endividamento.

1. Referencial teórico:

1.1. Teoria da agência:

A relação de agência é definida como “um contrato sob o qual uma ou mais pessoas (o(s) principal(is)) emprega uma outra pessoa (agente) para executar em seu nome um serviço que implique a delegação de algum poder de decisão ao agente” (Jensen & Meckling, 2008). Os autores ainda acrescentam que caso as partes dessa relação desejarem maximizar sua própria utilidade, há boas razões para acreditar que o agente nem sempre agirá de acordo com os interesses do principal.

Nesse sentido, os pesquisadores colocam que o principal irá limitar as divergências de interesses por meio da aplicação de incentivos ao agente, bem como no desembolso de custos de monitoramento, visando a limitar as atividades irregulares do agente. Dentre esses custos de monitoramento, destaca-se a chamada governança corporativa, cujo objetivo apresentado pelo IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) é:

“criar um conjunto eficiente de mecanismos, tanto de incentivos quanto de monitoramento, a fim de assegurar que o comportamento dos administradores esteja sempre alinhado com o melhor interesse da empresa”.

Dessa forma, nos próximos tópicos detalharemos um pouco sobre a governança corporativa, bem como de seus efeitos “esperados” sobre o custo do endividamento.

2. Revisão de literatura:

2.1. Governança corporativa:

Lima (2009) afirma que o conceito de governança corporativa surge com o esforço de alguns atores sociais em implantar mecanismos capazes de minimizar o problema de agência, garantindo ao principal dessa relação a satisfação de seus interesses. Como consequência, vários conceitos foram propostos pela literatura.

De acordo com Hellwig (2000), um sistema de governança é a fixação pelo Conselho dos mecanismos, estruturas e incentivos, que compõem o sistema de controle de gestão e que devem direcionar o comportamento dos administradores para o cumprimento dos objetivos estipulados pelos acionistas/ proprietários e assegurar que deles não se afastem “por má-fé, negligência, cupidez ou simples incompetência”.

La Porta et al (2000) postulam que governança corporativa é o conjunto de mecanismos que protege os investidores externos da expropriação pelos internos (gestores e acionistas controladores). Outro conceito é o proposto por Lameira (2001), segundo o qual governança corporativa é “o conjunto de mecanismos econômicos e legais que são alterados por processos políticos, objetivando melhorar a proteção dos direitos dos acionistas e credores em uma sociedade”.

Observa-se que o conceito de Lameira (2001) acrescenta que a governança corporativa não protege apenas os acionistas, mas também os credores. Ou seja, os instrumentos de governança corporativa reduzem os riscos aos quais os credores estão sujeitos, como o de inadimplemento ou descontinuidade da empresa.

2.2. Dos efeitos da governança sobre o custo de endividamento:

Diversos estudos anteriores, nacionais ou internacionais, concluem que a governança pode ter um efeito na redução do custo de financiamento com capitais de terceiros, conforme demonstrado a seguir.

Bhojraj e Sengupta (2003) observaram mecanismos eficazes de governança corporativa podem impactar no risco de inadimplência das empresas (“default risk”) e sua classificação de riscos (rating), por meio de uma amostra de 1.005 emissões de títulos industriais durante 1991-1996. Piot e Missonier-Piera (2009), analisando o mercado Francês, constataram relação inversa do custo da dívida e três mecanismos de governança corporativa: independência do conselho de administração; existência de comitês de remuneração composto por não executivos; e a presença de investidores institucionais no capital próprio da empresa. Outro estudo é o de Jandik e McCumber (2013), que usaram uma grande amostra de empresas americanas no período de 10 anos de análise e concluíram que empresas com “boas práticas” de governança desfrutam de menores custos de empréstimos.

No Brasil, o estudo de Barros *et al* (2015) verificou que a média de custos de financiamento é menor em empresas com elevado grau de presença de atributos de governança corporativa. Entretanto, tal estudo não conseguiu concluir que empresas que aderem a níveis mais elevados de governança sejam capazes de captar recursos a menores custos.

Destaca-se também a pesquisa de Lopes e Martins (2007), na qual é defendido que a migração para níveis diferenciados de governança corporativa pode, no longo prazo, reduzir o custo de captação de capitais de terceiros. Por fim, Caroprezzo (2011) verificou que atributos de governança corporativa, medidos por meio de índices de governança, podem impor redução ao custo da dívida de empresas listadas na então BM&F Bovespa.

Assim, temos como hipótese a ser validada: a mudança para um maior nível de governança corporativa exerce influência negativa sobre o custo da dívida.

2.3. Dos efeitos da SOX sobre o custo de endividamento:

Segundo os ensinamentos de Leite (2014), o tema governança corporativa ganhou especial destaque no mundo com o caso de fraude da Enron, em 2002, nos EUA, culminando com a aprovação da lei Sarbanes-Oxley por esse país. O autor ainda acrescenta que a SOX foi a inovação no ambiente legal americano que trouxe obrigações às organizações no sentido de descreverem seus processos administrativos e contábeis de forma detalhada, com a finalidade de facilitar a atribuição de responsabilidade em caso de eventuais deslizes.

Oliveira e Linhares (2007) colocam que a SOX foi a principal lei criada no mundo no que tange ao combate a fraudes. A partir dela, passou a ser exigido um novo ambiente de governança corporativa, gerando novas responsabilidades aos administradores com o objetivo de evitar a ocorrência de práticas lesivas aos acionistas.

Dentre os principais dispositivos colocados pela SOX, destaca-se os seguintes:

- i. Necessidade de a administração colocar que está ciente de sua responsabilidade de revisar as demonstrações financeiras, de implementar e manter um sistema de controles internos, de verificar anualmente que os controles internos estão em efetivo funcionamento, dentre outros;
- ii. Certificação de controles internos por auditoria externa;
- iii. Legalização de medidas que têm como objetivo evitar a quebra da independência pelo auditor externo, como atividades que são proibidas de serem executadas por auditores externos e a instituição de rotação do sócio responsável pela auditoria.

Nesse sentido, percebe-se que a SOX institui diversas práticas de governança como regra, de forma a proteger o principal (incluindo acionistas e credores) em relação ao agente. Assim, temos como segunda hipótese a ser validada: as empresas brasileiras que estão obrigadas à SOX

(comercializam ADRs no mercado americano) possuem um menor custo da dívida, quando comparadas às demais empresas de capital aberto listadas no segmento de novo mercado.

3. Metodologia de pesquisa:

A pesquisa descritiva, segundo Gil (1999), tem como principal objetivo descrever características de determinada população ou fenômeno ou o estabelecimento de relações entre variáveis. Uma de suas características mais significativas está na utilização de técnicas padronizadas de coleta de dados.

Como esta pesquisa tem o objetivo de demonstrar os efeitos da redução do custo médio de endividamento das empresas listadas na B3, após a sua migração para um maior nível de governança corporativa, ela classifica-se como descritiva com relação aos seus objetivos.

Com relação à abordagem ao problema, Richardson (1999) afirma que a abordagem quantitativa caracteriza-se pelo emprego de quantificação tanto nas modalidades de coleta de informações, quanto no tratamento delas por meio de técnicas de estatísticas, desde as mais simples como percentual, média, desvio-padrão, às mais complexas, como coeficiente de correlação, análise de regressão, etc.

Nesse sentido, este estudo terá uma abordagem quantitativa em cada uma das hipóteses, conforme demonstrado abaixo:

3.1. A mudança para um maior nível de governança corporativa exerce influência negativa sobre o custo da dívida

Utilizamos o um teste de média para amostras emparelhadas, comparando o custo de endividamento das empresas selecionadas 2 anos antes e 2 anos após a mudança para um maior nível de governança corporativa. Para esta etapa, encontramos uma amostra de 24 empresas que alteraram seus níveis de governança. Essa listagem foi obtida no site da B3 no dia 15/09/2018. Todavia, algumas empresas dessa listagem possuíam menos de dois anos de dados antes ou depois da mudança de nível de governança corporativa, de forma que tivemos que excluir dessa amostra inicial um total de 8 empresas. Também excluimos da amostra 2 empresas do setor financeiro, perfazendo uma amostra final de 14 empresas, elencadas na tabela 01.

Tabela 01 – Amostra selecionada:

EMPRESA	DATA DA ADESÃO INICIAL:	SEGMENT O	DATA DA ADESÃO AO NOVO SEGMENTO:	SEGMENT O
ROSSI RESID	05/02/2003	N1	27/01/2006	NM
BRF SA	26/06/2001	N1	12/04/2006	NM
CIA HERING	13/12/2002	N1	16/05/2007	NM
WEG	26/06/2001	N1	22/06/2007	NM
IOCHP-MAXION	10/11/2005	N1	24/03/2008	NM
EQUATORIAL	03/04/2006	N2	23/04/2008	NM
FIBRIA	14/11/2001	N1	20/05/2010	NM
ULTRAPAR	27/10/2005	N1	17/08/2011	NM
PARANAPANEM A	03/12/2007	N1	15/02/2012	NM
KROTON	23/07/2007	N2	05/12/2012	NM
KLABIN S/A	10/12/2002	N1	09/01/2014	N2

SOMOS EDUCA	26/07/2011	N2	23/10/2014	NM
LIQ	30/04/2013	N2	21/07/2016	NM
SANTOS BRP	05/12/2007	N2	22/08/2016	NM

Para as empresas acima relacionadas, o cálculo do custo médio de endividamento é o procedimento recomendado por Lopes e Martins (2007) e Nardi e Nakao (2009), que é a razão entre as despesas de juros, extraídas das notas explicativas, e o passivo oneroso da empresa, composto pelas obrigações decorrentes de empréstimos e financiamentos de curto e longo prazos, extraídos do Balanço Patrimonial.

3.2. As empresas brasileiras que estão obrigadas à SOX (comercializam ADRs no mercado americano) possuem um menor custo da dívida, quando comparadas às demais empresas de capital aberto listadas nos segmentos de novo mercado, nível 1 ou nível 2

Primeiramente, comparamos o custo de endividamento das empresas brasileiras listadas na NYSE (*New York Stock Exchange*), na data base de 31/12/2017, ao custo de endividamento das demais empresas listadas nos segmentos de novo mercado, nível 1 e nível 2. A listagem das empresas listadas na NYSE foi obtida no site <<https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/data/CurListofallStocks.pdf>>, no dia 15/09/2018. Já a listagem das empresas brasileiras listadas no segmento acima indicados foi obtida por meio da plataforma Economatica, no dia 22/11/2018.

Tabela 02: Relação de empresas brasileiras listadas na NYSE em 31/07/2018:

BRF - Brasil Foods S.A (formerly Perdigão S.
Centrais Elétricas Brasileiras SA -Eletrobras
Companhia Brasileira de Distribuição
Companhia de Bebidas das Americas (AmBev)
Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo-Sabesp
Companhia Energetica de Minas Gerais-Cemig
Companhia Paranaense de Energia-COPEL
Companhia Siderurgica Nacional (CSN)
Cosan Ltd.
CPFL Energia S.A. (CPFL)
Embraer S.A.
Fibria Celulose S.A.
Gafisa S.A.
Gerdau S.A.
GOL Linhas Aéreas Inteligentes S.A. (GOL)
Itau Unibanco Banco Multiplo SA
Netshoes (Cayman) Limited
Nexa Resources S.A.
Oi S.A.
PagSeguro Digital Ltd.
Petróleo Brasileiro S.A.-PETROBRAS
Telefonica Brasil AS
TIM Participações S.A.
Ultrapar Participações S.A.
VALE S.A.

Das empresas acima, foram excluídas as seguintes, por não estarem registradas na Bolsa Brasileira: Netshoes (Cayman) Limited, Nexa Resources S.A. e PagSeguro Digital Ltd.. Já a empresa Itau Unibanco Banco Multiplo foi excluída por ser do setor bancário.

As informações para a base foram obtidas por meio da plataforma Economática. Destacamos que também foram excluídas da base as demais empresas do segmento financeiro. Por fim, retiramos da amostra as empresas que não apresentaram saldo de passivo oneroso, visto que o cálculo do custo médio geraria uma operação matemática cujo divisor seria zero.

Com relação à abordagem econométrica, com o intuito de captar diferenças entre grupos que compõem um conjunto de dados, pode-se utilizar um teste t-Student ou um teste não paramétrico de Mann-Whitney (também conhecido como teste não paramétrico de Wilcoxon). A diferença entre esses dois procedimentos metodológicos se deve à existência de normalidade dos dados amostrais. O teste t-Student pressupõe a normalidade da amostra, diferentemente do teste de Mann-Whitney que se adequa a dados não paramétricos (Morettin & Bussab, 2000). A utilização correta dos testes de verificação de diferença de medias entre grupos é feita, nesse estudo, a partir da aplicação do teste Shapiro-Wilk que, em sua hipótese nula, considera a normalidade do conjunto de dados analisado.

O Método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) define-se como um procedimento matemático que minimiza a soma dos quadrados dos resíduos associados ao modelo de regressão proposto. A estimação dos parâmetros de um modelo por meio do MQO é amplamente utilizada em problemas econômicos (Gujarati, 2011). O autor ainda coloca que o ajuste do modelo de regressão estimado pelo método de MQO exige que sejam testados pressupostos de adequabilidade da forma funcional, ausência de multicolinearidade, ausência de heterocedasticidade dos resíduos do modelo e normalidade dos resíduos do modelo proposto. A estatística VIF apresenta como valor de referência 10 (quando o valor dessa estatística é maior ou igual a 10 evidencia-se o problema de multicolinearidade). A correta especificação do modelo é dada pelo teste de RASET que apresenta como hipótese nula a pressuposição a pressuposição de que o modelo proposto apresenta forma funcional correta. O teste de Breusch-Pagan é utilizado para a verificação de presença de heterocedasticidade e apresenta, em sua hipótese nula, a consideração de que os resíduos do modelo de regressão apresentam variância constante. A normalidade dos resíduos verificada a partir do teste de teste Shapiro-Wilk apresenta em sua hipótese nula o pressuposto de normalidade dos resíduos do modelo de regressão.

3.3. Outras observações metodológicas:

Em ambas as hipóteses, consideramos as variáveis de controle propostas no trabalho de Barros *et al* (2015): ROA (retorno do ativo) e TAM (tamanho da empresa (logaritmo natural do ativo total)).

Com relação à segunda hipótese, da variável dependente (custo da dívida), excluimos os efeitos da taxa básica de juros brasileira (SELIC) do período, visto que esta taxa variou muito no período de análise. Além disso, estaríamos comparando empresas distintas, de forma que, ao excluir a SELIC, ter-se-ia uma análise dos efeitos de cada empresa, e desprovido de efeitos de oscilação de mercado.

Destacamos, contudo, que o mesmo não foi feito para a primeira hipótese tendo em vista que foi usado um teste de média de amostras emparelhadas, ou seja, comparando a taxa de cada empresa, antes e após.

Assim, esperamos os seguintes comportamentos:

Tabela 03: Comportamentos esperados:		Relação esperada:
Variável dependente		
CD	Custo da dívida (hipótese 1)	+
CD	Custo da dívida – SELIC (hipótese 2)	+
Variáveis independentes		
NGC	Nível de governança corporativa - <i>Dummy</i>	-
ROA	Retorno do ativo	-
TAM	Tamanho da empresa	-
SOX	Empresa listada no mercado americano - <i>Dummy</i>	-

Equação para a segunda hipótese:

$$CD = \beta_0 + SOX + ROA + TAM + NGC + \varepsilon$$

4. Análise dos resultados:

Com relação à primeira hipótese, verifica-se a ausência de normalidade da variável CD antes. Esse achado determina que, para comparação dos valores medianos das variáveis CD antes e CD depois, seja necessária a aplicação do teste não paramétrico de Mann-Whitney. O teste de Mann-Whitney evidenciou inexistência de diferença significativa entre os valores medianos das variáveis CD antes e CD depois, conforme evidenciado na tabela 04, abaixo:

Ou seja, não há evidência estatística de que a mudança do nível de governança corporativa possa gerar uma redução do custo do endividamento. Destacamos, contudo, que esse achado pode ser decorrente da pequena amostra, tendo em vista que não houve muitas empresas que tenham mudado de nível de governança no mercado brasileiro, de forma a fornecer uma maior robustez estatística para alguma conclusão.

Tabela 04 – Teste de Normalidade e Mann-Whitney da variável CD.

Variáveis	CD antes	CD após
Normalidade	6,63	0,22
	(0,0364**)	0,8964
Teste de Mann Whitney	0,644	
	0,5195	

Fonte: Dados da Pesquisa.

Nota: As significâncias estatísticas do teste de correlação é representada por meio da seguinte simbologia: *10%; **5%; ***1%.

Os dados usados como base e os procedimentos de cálculo do custo do endividamento estão disponíveis, respectivamente nas tabelas 05 e 06.

Tabela 05: Informações coletadas nas respectivas demonstrações financeiras – empresas que mudaram de nível de governança

Empresa:	Data da adesão ao novo segmento:	Empréstimos de CP				Empréstimos de LP				Despesa com Juros obtida nas NEs	
		A1	A2	A3	A4	A1	A2	A3	A4	A1	A4
ROSSI RESID	27/1/2006	71,914	121,938	89,332	116,119	37,586	18,643	37,278	364,594	0	0
BRF SA	12/4/2006	507,878	548,664	546,979	1,051,794	388,335	1,125,374	1,287,073	1,214,069	189,810	193,719
CIA HERING	16/5/2007	42,250	44,628	73,157	84,171	157,854	148,631	51,606	60,913	57,153	19,517
WEG	22/6/2007	949,153	818,568	1,077,487	1,314,098	398,969	593,353	654,253	847,118	0	0
IOCHP-MAXION	24/3/2008	125,455	131,820	219,885	276,216	95,060	148,045	125,604	373,038	18,113	28,771
EQUATORIAL	23/4/2008	45,241	40,673	138,112	305,029	549,245	743,580	1,447,740	1,611,930	73556	98368
FIBRIA	20/5/2010	2,148,669	1,477,907	623,684	1,092,108	3,789,218	9,552,982	9,957,773	10,232,309	192,711	660,084
ULTRAPAR	17/8/2011	1,020,318	820,484	2,304,999	1,641,100	3,322,510	4,575,549	3,256,635	4,597,606	399444	435,298
PARANAPANEMA	15/2/2012	507,468	484,935	532,535	519,486	255,700	212,658	272,660	598,613	57335	76,197
KROTON	5/12/2012	34,046	10,461	6,404	113,178	57,225	554,807	549,037	436,042	6,150	57127
KLABIN S/A	9/1/2014	1,120,770	1,124,976	1,754,989	2,046,116	4,914,334	5,838,621	9,230,583	15,975,614	310775	967716
SOMOS EDUCA	23/10/2014	22,109	92,194	39,482	63,065	267,967	671,831	820,085	1,520,393	32,181	131,437
LIQ	21/7/2016	375,337	860,078	64,319	60,060	1,038,093	712,252	1,368,628	1,159,088	123185	154166
SANTOS BRP	22/8/2016	157,996	140,902	163,414	172,042	199,953	198,646	66,420	61,056	36,056	24,558

Tabela 06: Cálculo dos custos médios de endividamento

Empresa:	Data da adesão ao novo segmento:	Taxa de juros estimada:	
		Antes	Após
ROSSI RESID	27/1/2006	0%	0%
BRF AS	12/4/2006	21%	9%
CIA HERING	16/5/2007	29%	13%
WEG	22/6/2007	0%	0%
IOCHP-MAXION	24/3/2008	8%	4%
EQUATORIAL	23/4/2008	12%	5%
FIBRIA	20/5/2010	3%	6%
ULTRAPAR	17/8/2011	9%	7%
PARANAPANEMA	15/2/2012	8%	7%
KROTON	5/12/2012	7%	10%
KLABIN S/A	9/1/2014	5%	5%
SOMOS EDUCA	23/10/2014	11%	8%
LIQ	21/7/2016	9%	13%
SANTOS BRP	22/8/2016	10%	11%

No que se refere à segunda hipótese desse estudo, foi analisada, primeiramente, a correlação entre as variáveis. Tal procedimento permitiu verificar que a variável TAXA LIQ.SELIC (CD), apresenta baixo valor de correlação com a variável ROA (retorno sobre o total de ativos) e uma correlação negativa com LNATIVO (logaritmo natural do total de ativos). As variáveis LNATIVO e ROA, também, apresentam correlação negativa. Os baixos valores de correlação encontrados podem estar relacionados ao recorte temporal utilizado no estudo (constituído apenas do ano de 2017). A ampliação amostral poderá trazer maior ganhos para a análise estatística.

Tabela7: Tabela de correlação das variáveis utilizadas no estudo.

	TAXA LIQ. SELIC	LNATIVO	ROA
TAXA LIQ. SELIC	1,0000		
LNATIVO	-0,2138	1,0000	
ROA	-0,0082	-0,2315	1,0000

Entretanto, para responder à segunda hipótese de pesquisa foi feito um modelo de regressão utilizando o modelo de Método de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). Tal modelo de regressão é apresentado a seguir, na tabela 08.

Tabela 08: Modelo de Mínimos Quadrados corrigido pelos erros-padrão robustos de White.

<i>Variável dependente Taxa Líquida Selic</i>		
<i>Variável</i>	<i>Coefficiente</i>	<i>P-valor</i>
ROA	-0,0002***	0,0670
LNATIVO	-0,0421**	0,0280
NÍVEL2	-0,0916	0,1880
NOVO MERCADO	-0,0732	0,2360
SOX	-0,0023	0,9530
CONST	0,8488**	0,0080
VIF	1,45	–
Reset	1,89	0,1346
Breusch-Pagan	62,80***	0,0000
Shapiro-Wilk	9,149***	0,0000
Teste F	2,04*	0,0767

Fonte: Dados da Pesquisa.

Notas: Estatística VIF – verificação da existência de multicolinearidade no modelo proposto; teste Ramsey Reset – verificação da adequabilidade da forma funcional do modelo proposto; teste Breusch Pagan – verificação da existência de heterocedasticidade nos resíduos do modelo; teste de Shapiro-Wilk – verificação da normalidade dos resíduos do modelo proposto; teste F – verifica a significância global do modelo de regressão. As significâncias estatísticas dos testes são representadas através da seguinte simbologia: *10%; **5%; ***1%.

A observação da tabela permite verificar a existência de relação negativa e significativa entre a variável TAXA LIQ. SELIC (taxa líquida Selic) e as variáveis ROA (retorno sobre o total de ativos) e LNATIVO (logaritmo natural do total de ativos). As demais variáveis utilizadas no estudo não evidenciaram significância estatística em relação à variável resposta TAXA LIQ. SELIC (taxa líquida Selic).

Ou seja, ao contrário do que se espera na literatura, não foi verificada a significância estatística de que a empresa ser listada no mercado americano (e possuir, por consequência, um maior nível de governança em função da SOX) tenha algum impacto na redução do custo da dívida. Tal achado pode ter sido ocasionado pelo período de análise dos dados do presente estudo que se constitui apenas do ano de 2017.

5. Conclusão:

O desenvolvimento do sistema capitalista levou as organizações à busca do aumento da produção e do lucro, geralmente por meio de ganhos de escala. Tal estrutura precisa de mais capitais do que os proprietários das firmas dispunham, de forma que algumas firmas deixaram de lado a estrutura familiar ou individual de controle e optassem pela divisão da propriedade, incorporando novos sócios ou mesmo buscando capital de terceiros.

Nesse sentido, muitas empresas deixaram de lado essa estrutura familiar, levando o proprietário a delegar a condução dos negócios a gestores profissionais, constituindo a chamada relação de agência, proposta por Jensen e Meckling (2008), que sistematiza a divergência de interesses entre acionista e gestor. Nesse sentido, o principal (acionista) irá limitar as divergências de

interesses por meio da aplicação de incentivos ao agente (gestor), bem como no desembolso de custos de monitoramento, visando a limitar as atividades irregulares do agente.

Diante desse cenário, a literatura coloca o conceito de governança corporativa surge com o esforço de alguns atores sociais em implantar mecanismos capazes de minimizar o problema de agência, garantindo ao principal dessa relação a satisfação de seus interesses. Nesse cenário, o principal seria o provedor de recursos para a organização, seja o proprietário ou um terceiro, por meio de empréstimos e financiamentos.

Tais mecanismos envolvem maior controle, transparência e prestação de contas, que reduzem a percepção do risco da entidade, que geralmente é refletida na redução do custo de financiamento (juros) da empresa. Assim, o estudo teve como objetivo demonstrar os efeitos da redução do custo médio de endividamento das empresas listadas na B3, após a sua migração para um maior nível de governança corporativa, bem como se melhores práticas de governança (medidas pela aderência à SOX) influenciariam nessa redução.

Não houve evidências estatísticas de que maiores procedimentos de governança corporativa, seja pela elevação do nível de governança, seja como aderindo à SOX, ocasionem uma redução do custo da dívida das entidades. Ressaltamos que tais resultados podem ser decorrência dos fatores a seguir: i) para a primeira hipótese, houve apenas 14 observações de alteração de níveis de governança no mercado brasileiro, que ainda é muito concentrado e está em fase de desenvolvimento, o que prejudicaria uma maior robustez estatística; ii) para a segunda hipótese, acreditamos que os resultados podem decorrer do recorte temporal da amostra, que foi apenas de 1 ano. Ambas as situações anteriormente descritas podem ser consideradas limitações desse estudo.

Por fim, colocamos como sugestão de futuro aprofundamento a ampliação do recorte temporal da segunda hipótese, bem como como uma análise se as 14 empresas consideradas pela primeira hipótese possuem outros fatores particulares que impactariam no seu custo de dívida, como uma eventual alavancagem, solvência, margem de contribuição, fluxo de caixa operacional e outros.

6. Referências Bibliográficas:

Barros, Claudio Marcelo Edwards; Silva, Pedro Ylunga Costa da; Voese, Simone Bernandes. (2015) Relação entre o Custo da Dívida de Financiamentos e Governança Corporativa no Brasil. Revista contabilidade, gestão e governança: revista da Universidade de Brasília. Brasília. V. 18, n. 2, p. 07-26, maio/agosto 2015.

Bhojraj, S., & Sengupta, P. (2003). Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors. University of Chicago Press: Journal of Business. 76(3), 455-476.

Caroprezzo, B. (2011). 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 Getulio Vargas do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.

Cartilha de Governança: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. (2002). Rio de Janeiro. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/0001/3935.pdf> >

Gil, Antônio Carlos. (1999). Métodos e técnicas de pesquisa social. 5. ed. São Paulo: Atlas.

Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2011). Econometria Básica-5. AMGH editora.

- Hellwig, M. (2000). On the Economics and Politics of Corporate Finance and Corporate Control, in Corporate Governance, Ed. Vives, X., Cambridge University Press.
- Iudícibus, Sérgio de et al. (2010) Manual de Contabilidade Societária. 1. Ed. São Paulo: Atlas.
- Jandik, T., & Mccumber, W.R. (2013). Governance, Takeover Probability, and the Cost of Private Debt. SSRN, Abril.
- Jensen, Michael C; Meckling, William H. (2008). Teoria da firma: comportamento dos administradores, custos de agência e estrutura de propriedade. Revista de Administração de Empresas, v. 48, n. 2.
- Lameira, Valdir de Jesus. (2001) Governança Corporativa. São Paulo: Forence.
- La Porta, Rafael; Shleifer, Andrei; Lopez-De-Silanes, Florêncio; vishny, Robert. (2000) Investor Protection and Corporate Governance. Journal of Financial Economics. V.58, p. 3-27, October.
- Leite, Duílio Ulhôa. (2014). Percepção de auditores independentes e auditados sobre a aplicação da Lei Sarbanes-Oxley nos controles internos. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais. Belo Horizonte, MG, Brasil.
- Lima, Raphael Moggioni de. (2009). Lei Sarbanes-Oxley: Estudo sobre a divulgação de deficiências na avaliação dos controles internos. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis e Financeiras) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. São Paulo, SP, Brasil.
- Lopes, J. R. A., & Martins, H. C. (2007). 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. Belo Horizonte, outubro.
- Martins, G. D. A., & Theóphilo, C. R. (2009). Metodologia da investigação científica. São Paulo: Atlas.
- Morettin, P. A., & Bussab, W. O. (2000). Estatística Básica. São Paulo: Editora Saraiva.
- Nardi, P. C. C., & Nakao, S. H. (2009). Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras abertas. Revista Contabilidade & Finanças, 20(51), 77-100.
- Oliveira, M. C.; linhares, J. S. (2007). A implantação de controle interno adequado às exigências da lei Sarbanes-Oxley em empresas brasileiras – um estudo de caso. Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos, v. 4, n. 2, p. 160-170, maio/ago. 2007.
- Piot, C., & Missonier-Piera, F. (2009). Corporate Governance Reform and the Cost of Debt Financing of Listed French Companies. SSRN, September.
- Richardson, Roberto Jarry. (1999) Pesquisa social: métodos e técnicas. 3. Ed. São Paulo: Atlas.