



Relação entre o Custo da Dívida de Financiamentos e Governança Corporativa no Brasil

The Relationship between Cost of Debt Financing and Corporate Governance in Brazil

Claudio Marcelo Edwards Barros¹, Pedro Ylunga Costa da Silva², Simone Bernardes Voese³

RESUMO

O objetivo deste estudo é examinar a relação entre a Governança Corporativa e o Custo de Endividamento com Terceiros em empresas brasileiras listadas na BM&BOVESPA. A hipótese do trabalho é que empresas que apresentam dispositivos de Governança Corporativa apresentam custos médios de financiamento mais baixos. É um estudo quantitativo, descritivo de natureza hipotético-dedutiva. Para responder a questão de pesquisa proposta, utilizou amostra de 83 empresas brasileiras no período de 2008 a 2010. A variável a ser explicada é o custo de endividamento e como variável explicativa utilizam-se duas proxies de Governança Corporativa: Índice de Governança Corporativa (IGC) e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC). Adicionalmente, foram incluídas as variáveis de controle de Alavancagem Total, o Tamanho da empresa e o Retorno sobre os Ativos. Os dados foram analisados mediante exame univariado, bivariado e multivariado das variáveis de pesquisa. Os resultados observados foram coincidentes aos de pesquisas internacionais precedentes quando a variável explicativa é a Governança Corporativa medida por meio de um índice amplo e que, portanto, a adoção de mecanismos de Governança pode exercer impacto sobre a redução do custo de financiamento de dívidas de curto e longo prazo no mercado brasileiro.

Palavras-chave: Custo de endividamento; Governança Corporativa; Desempenho.

ABSTRACT

This paper examines the relationship between corporate governance and the cost of third-party debt of the Brazilian companies listed on the BM&FBOVESPA. The hypothesis tested is that the average cost of debt financing of companies having instruments of Corporate Governance is lower. The study carried out was quantitative, descriptive and hypothetical-deductive in nature. The sample utilized in answering the proposed research question consisted of 83 Brazilian companies traded on the BM&FBOVESPA in the period 2008 to 2010. The variable to be explained is the cost of debt and as explanatory variables two proxies of Corporate Governance are used, the Corporate Governance Index (CGI) and respective Differentiated Levels of Corporate Governance recognized by this stock market. Control variables are total leverage, company size and return on assets. Data was examined using univariate, bivariate and multivariate analysis. Findings were consistent with previous international research having Corporate Governance measured by a broad index as the explanatory variable. It is concluded that the adoption of mechanisms of corporate governance can have an impact on reducing the cost of financing of short and long term debt in the Brazilian market.

Keywords: Cost of debt; Corporate Governance; Performance.

¹ Universidade Federal do Paraná – UFPR – Av. Prefeito Lothário Meissner, 632, CEP 80210-070, Curitiba, Paraná, Brasil. - claudiomedwards@hotmail.com

² PricewaterhouseCoopers Ltda. – PwC – Luanda, Angola. - pedroylunga@yahoo.com.br

³ Universidade Federal do Paraná – UFPR – Curitiba, Paraná, Brasil. - simone.voese@gmail.com

1 INTRODUÇÃO

As hipóteses de pesquisa utilizadas para examinar a influência de atributos de Governança Corporativa sobre a *performance* de empresas caracterizadas pela separação da propriedade e controle fundamentam-se em problemas de agência. A literatura sobre o tema busca estabelecer uma estrutura conceitual para Governança, como se pode observar nos estudos de Shleifer e Vishny (1997), Zingales (1998), La Porta, Shleifer, de Silanes e Vishny (2000), entre outros.

No que se refere a relação entre Governança Corporativa e desempenho empresarial, predominam evidências de que atributos de Governança podem exercer efeito positivo sobre resultado, tanto sobre métricas econômico-financeiras quanto variáveis de mercado (Carvalho-da-Silva & Leal, 2005; Durnev & Kim, 2005; Gompers, Ishii & Metrick, 2003; Klapper & Love, 2005; Silveira, Barros & Famá, 2003).

Mediante utilização de metodologias variadas, as estruturas de Governança comportam-se como fatores explicativos para o desempenho do lucro líquido, do *EBITDA* e de indicadores de mercado, tais como *price-to-book* e Q de Tobin. Além desta linha temática de pesquisa, já são recorrentes incursões internacionais que buscam evidências também sobre o reflexo de atributos de Governança sobre outras variáveis de desempenho. Dentre estas, está o custo de captação de recursos para financiamentos de curto e longo prazo de empresas listadas em bolsa de valores (Aldamen, Duncan & Mcnamara, 2010; Bhojraj & Sengupta, 2003; Bradley & Chen, 2011; Chen, 2012; Chen & Jian, 2006; Frantz & Insteffjord, 2012; Jandik & Mccumber, 2013; Piot & Missonier-Piera, 2009; Schauten & Dijk, 2009). Por meio de amostras de diferentes países, essas pesquisas examinam a relação entre atributos de Governança Corporativa e o custo do endividamento representado pela taxa de juros arcada pelas empresas para financiamento de suas atividades empresariais.

A estrutura teórica de pesquisas que relacionam atributos de Governança Corporativa e o custo de endividamento é a de que a presença de atributos de governança pode gerar uma compensação em relação ao ônus sobre o passivo contraído para financiamentos de projetos empresariais de curto e longo prazo. A presença destes mecanismos exerceria influência negativa sobre os *spreads* dos financiamentos adquiridos pelas companhias, reduzindo o custo do endividamento com capitais de terceiros. A hipótese subjacente destes estudos é a de que o mercado de crédito pode reconhecer a presença de atributos de Governança como um fator de redução da probabilidade de inadimplemento e, como efeito, proporcionaria taxas de financiamento relativamente mais baixas que aquelas proporcionadas à empresas que não dispunham de mecanismos de Governança. Examinar esta relação em empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA constitui a motivação deste trabalho.

No Brasil ainda não é recorrente pesquisas que examinem a relação entre a presença (ou ausência) de atributos de Governança e custo de capital de terceiros. Lima, Ikeda, Salotti e Batistella (2004) verificaram se o atributo de pertencer ao grupo de empresas que compõe o Novo Mercado da BMF&BOVESPA tem como efeito a redução de custos de financiamento mediante emissão de debêntures. Lopes e Martins (2007) examinaram se o evento de migração a níveis diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) exerce efeito sobre a redução do custo de financiamento de capital de terceiros. Caroprezzo (2011) analisou o impacto de mecanismos de Governança sobre o custo de financiamentos por meio da aplicação de um índice amplo.

Diante do fato de que são diversas as motivações que podem influenciar as decisões de financiamento empresarial; e o objetivo destas decisões consiste em buscar desenvolver a estrutura de capital que maximize os resultados da firma, apresenta-se como questão norteadora desta pesquisa: **Existe influência de atributos de Governança Corporativa**

sobre o Custo de Endividamento, decorrente de financiamentos, em empresas brasileiras listadas na BM&F Bovespa?

A presente pesquisa tem o objetivo de examinar a relação entre atributo de Governança Corporativa e custo de endividamento, decorrente de financiamentos, em empresas brasileiras listadas na BM&F Bovespa. Deste modo, como justificativa do presente estudo, elenca-se a oportunidade de proporcionar evidências adicionais sobre o tema, utilizando abordagem e amostra distintas dos demais estudos nacionais. O estudo torna-se relevante, uma vez que seus resultados poderão auxiliar agentes envolvidos com a concessão de crédito, tais como bancos e agências de fomento, a observar os reflexos da adoção de padrões diferenciados de governança sobre a dinâmica de financiamento de empresas de capital aberto. Adicionalmente, o aspecto inovador deste trabalho está ligado à ideia de que o estudo segue a linha de pesquisas que abordam mecanismos de Governança Corporativa por meio de índices amplos os quais possibilitarão comparações do nível de custos de financiamentos com diferentes *proxies* de governança disponíveis, dentre elas as estruturas que classificam empresas brasileiras em níveis diferenciados de Governança Corporativa (NDGC).

Além desta introdução, este trabalho apresenta os resultados de pesquisas precedentes com temática semelhante. Conta com uma etapa destinada a demonstrar o percurso metodológico utilizado para responder a questão de pesquisa. Na sequência, é realizada a análise de dados e, finalmente são feitas as considerações finais sobre os achados da pesquisa.

2 CUSTOS DE ENDIVIDAMENTO

No meio profissional e no meio acadêmico, o custo de endividamento, o custo de dívida, o custo com capitais de terceiros e o custo de financiamento de curto e longo prazo são termos utilizados de forma intercambiável. Aos objetivos propostos por este trabalho, será utilizado mais comumente o termo custo de endividamento. Conforme observam Lopes e Martins (2007) e Nardi e Nakao (2009), uma das formas recorrentes de mensuração do custo de endividamento é por meio da razão entre as despesas financeiras, extraídas da Demonstração do Resultado do Exercício, e o passivo oneroso da empresa, composto pelas obrigações decorrentes de financiamentos de curto e longo prazo.

Para financiar os projetos, as empresas têm como fonte de financiamento recursos próprios e de terceiros, e ambos apresentam custos associados. Alternativas de financiamento são selecionadas pelos gestores mediante análise e planejamento daquilo que consideram ser menos oneroso para implantação de projetos de investimento. Existem evidências de que adições de capitais de terceiros à estrutura de capital da empresa podem ser benéficas em função do benefício fiscal gerado pelas despesas financeiras, as quais são operacionais e dedutíveis (Brealey, Myers & Allen, 2008; Ross, Westerfield, & Jaffe, 2002). Assim, depreende-se que decisões sobre a composição da estrutura de capital da empresa constituem peça importante do planejamento empresarial porque envolvem efeitos sobre o custo de implantação de projetos e, portanto, sobre o desempenho e o valor da organização.

Mediante metodologias distintas, pesquisas contemporâneas analisaram a relação entre mecanismos de Governança Corporativa e custos de endividamento. Bhojraj & Sengupta (2003) observaram que a presença de investidores institucionais e o monitoramento mais rigoroso do conselho de administração podem resultar em menores custos de financiamento. Por meio de uma amostra de empresas francesas, Piot e Missonier-Piera (2009) 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.

Utilizando uma grande amostra de empresas americanas no período de 10 anos de análise, Jandik e McCumber (2013) verificaram que empresas com “boas práticas” de Governança desfrutam de menores custos de empréstimos. Em um estudo teórico e empírico, Frantz & Interfjordz (2012) desenvolveram diversas provas matemáticas para fundamentar a hipótese de que mais elevados níveis de governança resultam em menores custos de empréstimos. Na mesma direção das provas matemáticas, verificaram empiricamente que melhorias introduzidas no modelo de Governança acentuam monotonicamente a redução do custo de empréstimos.

No Brasil, pesquisas com esta temática apresentam resultados semelhantes aos internacionais, diferindo essencialmente em termos metodológicos no que se refere à *proxies* utilizadas para representar variáveis de Governança Corporativa. Lopes & Martins (2007) defendem que a decisão de migração a níveis diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) podem, no longo prazo, reduzir o custo de captação de capitais de terceiros. 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 BM&FBOVESPA.

O primeiro trabalho empírico internacional que investigou a ligação entre estruturas de Governança Corporativa e o custo de capital de terceiros foi o estudo conduzido por Bhojraj e Sengupta (2003). Segundo os autores, dispositivos de Governança Corporativa reduzem a assimetria informacional presente entre a empresa e os financiadores. As evidências obtidas conduzem à conclusão de que firmas que apresentam estruturas com investidores indituacionais e presença de *outsiders* no Conselho de Administração ou diretoria tendem a apresentar menor risco de *default* e, portanto, podem ser capazes de adquirir financiamentos a menor custo. Este trabalho influenciou diversos estudos, inclusive em outros países.

Chen e Jian (2006) examinaram a temática Governança Corporativa e custo da dívida por uma abordagem que pode ser considerada alternativa. Ao invés de associar o nível de governança e o custo da dívida para discutir a influência de uma sobre a outra, os autores investigaram se decisões relacionadas a transparência empresarial (*disclosure*) afetam o custo da dívida e se a estrutura de Governança Corporativa impacta no nível de transparência da empresa. O estudo utilizou como amostra empresa taiwanesas. Os resultados, embora não dissociados de pesquisas com temática semelhante, podem ser considerados surpreendentes. As conclusões foram: (1) a evidenciação voluntária (*disclosure* voluntario) de empresas que têm como acionistas investidores institucionais tende a contribuir para reduzir a taxa de juros de financiamentos; (2) empresas em que acionistas controladores ocupam funções no Conselho de administração e empresas cujo controle acionário é familiar tendem a obter financiamentos com custos mais elevados. Desse modo, concluíram que não só mecanismos de Governança Corporativa, mas também práticas de evidenciação voluntária, podem influenciar o custo do crédito obtido junto a terceiros.

Utilizando amostra de empresas francesas listadas em bolsa de valores daquele país, Piot e Missionier-Piera (2009) investigaram o efeito de características de Governança Corporativa sobre dívidas financiadas. Apesar do endividamento junto a terceiros ser uma fonte representativa de recursos que financiam companhias abertas na França, os autores argumentam que o sistema legal de proteção de credores não é forte. Como *proxy* de Governança Corporativa utilizaram 3 atributos: (1) independência no Conselho de Administração; (2) existência de comitê de compensação composto por membros que não sejam diretores executivos; e (3) presença de investidores institucionais no capital próprio da empresa. Os resultados apontaram o efeito inverso e esperado dos atributos de Governança

Corporativa sobre o custo da dívida para independência do conselho e presença de investidores institucionais.

Aldamen, Duncan e Mcnamara (2010) sustentaram a associação entre estrutura de Governança Corporativa, avaliação de riscos e custo de financiamento junto a terceiros. Os autores examinaram, exclusivamente, empresas australianas. Apesar da amostra e períodos serem diferentes daqueles utilizados por pesquisas norte-americanas, os resultados são coincidentes com pesquisas de semelhante abordagem temática e metodológica. Os autores fundamentaram múltiplas hipóteses associando Governança Corporativa não só ao custo da dívida, mas também a diversas *proxies* de risco de inadimplemento ou falência. Especificamente sobre o custo da dívida, as empresas australianas conseguem reduzi-lo por meio da adoção de estruturas de governança corporativa mais exigentes. Também foi observada uma evidência coerente com aquela relação negativa, ao evidenciarem o efeito da interação de práticas de governança e risco sobre o custo de crédito adquirido.

Em estudo conduzido predominantemente por derivações matemáticas, Frantz e Interfjord (2012) fazem uma ligação teórica entre dispositivos de Governança Corporativa e custos de empréstimos junto a terceiros. Embora o estudo não tenha abordagem empírica suficiente para auxiliar na inferência sobre a significância das variáveis utilizadas nas derivações dos lemas propostos pelos autores, o estudo corrobora para a associação negativa destas duas variáveis. O estudo mostra que melhorias nos mecanismos de Governança Corporativa apresentam relação monotônica com o custo da dívida, ou seja, quanto mais elevados os níveis de qualidade de governança, mais propensa estará a empresa a obter fundos junto a terceiros com taxas de juros menores.

Chen (2012) investigou a influência, do que na literatura financeira é denominado de *classified boards*, sobre os custos de acesso à fontes de financiamentos. *Classified Boards* são conselhos de administração formados por membros que tomam posse em períodos individualmente diferentes. Ou seja, os conselheiros assumem suas posições em datas que não coincidem com a entrada de outros membros em posições do mesmo nível hierárquico. Por meio de uma amostra de 1.500 empresas norte-americanas, Chen (2012) evidenciou que conselhos de administração com esta configuração podem influenciar a redução de custos associados à aquisição de empréstimos.

No mercado de crédito, é presente a percepção de influência de mecanismos de Governança Corporativa, internos à companhia, sobre a decisão de credores. Desse modo, é aceitável considerar que a configuração destes mecanismos podem justificar taxas de financiamentos diferentes entre empresas que buscam recursos para financiar seus projetos de investimento. Neste contexto, Jandik e Mccumber (2013) investigaram a relação entre medidas de governança, de forma não agregada, das características do conselho de administração, poder de influência de acionistas minoritários, provisões contratuais, realização de combinação de negócios, remuneração de executivos, e custo de financiamentos junto a terceiros. Por meio de amostra de companhias norte-americanas no período de 2000 a 2009 que apresentaram empréstimos bancários, os autores evidenciaram que emprestadores têm maior propensão a exigir taxas de juros mais baixas de empresas que mantêm dispositivos de Governança Corporativa que previnam combinações de negócios. Segundo os autores, empresas com estas características tendem a obter créditos junto a terceiros à menor custo.

Evidências de estudos nacionais e internacionais enfatizam que modelos de governança podem exercer efeito significativo sobre a redução dos custos de financiamentos de capitais de terceiros. A presença de mecanismos de Governança Corporativa pode ser uma fonte importante para análise e tomada de decisões envolvendo a estrutura de capitais das empresas. Desse modo, este trabalho apresenta a seguinte hipótese teórica de pesquisa: **níveis**

mais elevados de Governança Corporativa influenciam a diminuição do custo de endividamento junto a terceiros.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Esta pesquisa verifica se a Governança Corporativa pode ser um fator explicativo que impacte em redução no custo de dívidas decorrentes de financiamentos de curto e longo prazo. Trata-se de um estudo quantitativo, descritivo de natureza hipotético-dedutiva. Apresenta como amostra não probabilística empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA no período de 2008 a 2010. O critério de seleção da amostra foi identificação das informações consideradas como suficientes para a mensuração das variáveis de pesquisa, as quais totalizam 83 empresas divididas em 15 setores econômicos. A fonte de informações para elaboração da base de dados da pesquisa foi o Economática®. Na sequência são apresentadas as *proxies* de Governança Corporativa utilizadas, as variáveis de pesquisa, assim como as hipóteses e os modelos estatísticos que auxiliam o exame das hipóteses propostas.

3.1 Mensuração para a Governança Corporativa

Como medida de Governança Corporativa foram utilizadas duas *proxies*, as quais são descritas logo abaixo.

3.1.1 Índice de Governança Corporativa

Para mensuração de um escore de Governança Corporativa foi utilizado o Índice amplo de Governança proposto por Carvalhal-da-Silva & Leal (2005). Trata-se de um instrumento de pesquisa composto por 15 perguntas sobre presença ou ausência de atributos de governança divididos nos constructos de Transparência, Composição e funcionamento do conselho de administração, Controle e conduta e Direito de acionistas. Os dados para cálculo do Índice de Governança Corporativa (IGC) foram extraídos do sistema DIVEXT e EmpresasNet, ambos disponibilizados pela Comissão de Valores Mobiliários (CMV), sendo o valor do índice obtido de forma individual a cada elemento da amostra. O Quadro 1 apresenta o instrumento de pesquisa utilizado para composição do índice.

	TRANSPARÊNCIA
1	A companhia prepara seus relatórios financeiros exigidos por lei dentro do prazo previsto?
2	A companhia utiliza métodos internacionais de contabilidade?
3	A companhia usa uma das principais empresas de auditoria globais?
	COMPOSIÇÃO E FUNCIONAMENTO DO CONSELHO
4	O presidente do conselho e o diretor geral da empresa são pessoas diferentes?
5	O conselho é claramente composto por conselheiros externos e possivelmente independentes (não ligados aos controladores)?
6	O conselho possui entre 5 e 9 membros, conforme recomenda o IBGC?
7	Os membros do conselho possuem mandato de um ano, conforme recomenda o IBGC?
8	Há na companhia conselho fiscal permanente?
	CONTROLE E CONDUTA
9	O grupo controlador, considerando o acordo de acionistas, possui menos de 50% das ações com direito a voto?
10	A porcentagem de ações sem direito a voto é menor que 20% do total do capital?
11	O índice de acionistas controladores de direitos de fluxos de caixa para direitos de voto é maior ou igual a 1?
12	O <i>free-float</i> da companhia é maior ou igual ao que é requerido pela bolsa de valores de São Paulo para o "Novo Mercado" (25%)?

DIREITOS DE ACIONISTAS	
13	O contrato social da companhia estabelece câmara de arbitragem para resolver conflitos corporativos?
14	O contrato social da companhia concede direitos adicionais de voto além do que é legalmente requerido?
15	A companhia concede direitos de concede <i>tag along</i> além do que é legalmente requerido?

Quadro 1: Índice de Governança Corporativa (IGC)

Fonte: Carvalhal-da-Silva & Leal (2005)

Mediante as respostas coletadas para cada uma das perguntas, foi possível calcular um escore individual do IGC com variação entre 0 e 15 pontos. Caso a empresa apresente o mecanismo de Governança Corporativa, atribui-se “1” ponto e caso a empresa não o apresente, atribui-se “0” ponto. Desse modo, foi possível também transformar o escore em coeficientes variando entre 0 e 100%. No Brasil, esta metodologia foi utilizada por Carvalhal-da-Silva & Leal (2005), Santos & Leal (2007) e Silveira *et. al.* (2003), e em estudos internacionais por Klapler & Love (2002), Black, Jang e Kim (2005), Nobili (2006).

3.1.2 Níveis diferenciados de Governança Corporativa (NDGC)

É apresentado no Quadro 2 a segunda *proxy* de Governança Corporativa utilizada na pesquisa. Foi incluída uma variável *dummy* para indicar a presença ou ausência das empresas da amostra em algum dos níveis diferenciados de Governança Corporativa.

	NOVO MERCADO (NM)	NÍVEL 2 (N2)	NÍVEL 1 (N3)
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float
Distribuições públicas de ações	Esforços de dispersão acionária	Esforços de dispersão acionária	Esforços de dispersão acionária
Vedação a disposições estatutárias (a partir de 10/05/2011)	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quorum qualificado e "cláusulas pétreas"	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quorum qualificado e "cláusulas pétreas"	-
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% 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	-
Vedação à acumulação de cargos (a partir de 10/05/2011)	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)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)
Obrigações do Conselho de Administração (a partir de 10/05/2011)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia	-
Demonstrações Financeiras	Traduzidas para o inglês	Traduzidas para o inglês	-
Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório

Divulgação adicional de informações (a partir de 10/05/2011)	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON e PN; 100% para ações ON e 80% para PN (até 09/05/2011)	80% para ações ON (conforme legislação)
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento	Conforme legislação
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo

Quadro 2: Níveis diferenciados de Governança Corporativa**Fonte:** BM&FBOVESPA.

Diversos estudos nacionais também utilizam como *proxy* de governança os NDGC. O objetivo de incluir também esta medida de governança é proceder a comparação entre modelos estatísticos mediante os coeficientes gerados para estas variáveis. Levando em conta a semelhança de conteúdo entre o IGC utilizado e os NDGC, espera-se que o resultado seja o mesmo e que, portanto, estas duas *proxies* exercem poder discriminante sobre o nível de custo da dívida com terceiros.

3.2 Variáveis de pesquisa

No Quadro 3 são apresentadas as variáveis de pesquisa por meio de suas definições operacionais e os efeitos esperados sobre a variável dependente representada pelo custo da dívida com terceiros.

Variáveis	Tipo de variável	Metodologia de Cálculo	Relação esperada	Referências
Custo da dívida (D_{it})	Dependente	Razão das despesas financeiras sobre o passivo oneroso	-	--
Governança Corporativa (IGC_{it})	Independente	Índice amplo composto por 15 questões de resposta binária	Negativa	Aldamen <i>et al.</i> , 2003; Chen, 2012; Frantz <i>et al.</i> , 2013; Caroprezzo, 2011;
Governança Corporativa ($NDGC_{it}$)	Independente	Variável dummy em que 1 representa aderência ao Novo Mercado (NM) e zero para não aderência a NDGC.	Negativa	Caroprezzo, 2011
Alavancagem ($ALAV_{it}$)	Variável de controle	Razão da dívida total de curto e longo prazo e ativo total	Positiva	Ahmed, Billings, Morton and Stanford Harris, 2002; Ross, Westerfiled, Jaffe, 2002.
Tamanho (TAM_{it})	Variável de controle	Logaritmo natural do ativo total	Negativa	Claessens, Djankov, Fan e Lang, 1999; Botosan, 1997.
Retorno sobre os Ativos Totais ROA_{it}	Variável de controle	Razão do lucro líquido sobre o ativo total	Negativa	Healy, Hutton e Palepu, 1999

Quadro 3: Variáveis de Pesquisa**Fonte:** Elaboração própria.

Além da descrição das variáveis de pesquisa, o quadro 3 apresenta as referências utilizadas para sustentar a expectativa em relação aos sinais dos coeficientes dos modelos estatísticos apresentados a seguir. Espera-se que a variável IGC e NDCG apresentem coeficientes negativos conforme evidências precedentes. Observar essa relação inversa entre estas duas variáveis pode ser considerada uma indicação de que, a medida que se eleva o nível ou a qualidade de Governança Corporativa, decresce o custo de financiamento de dívidas de curto e longo prazo. Para a variável Alavancagem, espera-se uma relação positiva, porque a alavancagem total pode ser interpretada como uma medida de probabilidade. Deste modo, empresas com uma maior proporção de capital de terceiros em sua estrutura de capitais estariam mais propensas a se tornarem inadimplentes e, portanto com maiores custos para manter tal estrutura.

Sobre o tamanho da empresa, Claessens *et al.* (1999) argumentam que a disposição de recursos para honrar compromissos financeiros é maior em empresas de grande porte do que em empresas de médio e pequeno porte. No contexto de empresas listadas em bolsa de valores, esta diferença justifica a expectativa de sinal negativo para essa variável em relação ao custo da dívida. E, finalmente, espera-se que empresas mais rentáveis, *ceteris paribus*, apresentem menor custo de endividamento. Referente à variável dependente despesa financeira, destinada a representar o custo da dívida das empresas brasileiras, o presente estudo segue a metodologia de estudos nacionais prévios. Desse modo, operacionaliza o custo de financiamentos por meio da razão entre despesas financeiras e financiamentos junto a terceiros semelhante a estudos ligados não só às problemáticas relacionadas à Governança Corporativa, mas também a adoção de práticas de *disclosure* voluntário (Lima, 2009) e gerenciamento de resultados contábeis (Nardi & Nakao, 2009).

3.3 Hipótese de pesquisa

Mediante referências utilizadas, espera-se que a presença de mecanismos de Governança Corporativa exerça efeito negativo sobre o custo de dívidas com terceiros. Diante disto, as hipóteses testáveis desta pesquisa são:

H₁: Maiores escores de Governança Corporativa exercem influência negativa sobre o custo da dívida de financiamento de curto e longo prazo.

H₂: A adesão a níveis diferenciados de Governança Corporativa exerce influência negativa custo de dívida de financiamento de curto e longo prazo.

3.4 Modelos estatísticos

Nesta etapa são apresentados os modelos estatísticos utilizados para testar as hipóteses de pesquisa. Além disso, são realizados testes de normalidade das variáveis de pesquisa.

Na Tabela 1 são apresentados os resultados do teste de normalidade das variáveis. A hipótese de normalidade de distribuição das variáveis é rejeitada quando a significância calculada é menor que 5% (Corrar, Paulo, Dias Filho & Rodrigues, 2009).

Tabela 1: Teste de normalidade das variáveis de pesquisa

	NDGC	ICG	ROA	TAM	ALAV	CD
Kolmogorov-Smirnov Z	6,714	2,528	2,560	0,787	2,597	2,912
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,000	0,000	0,000	0,566	0,000	0,000
Exact Sig. (2-tailed)	0,000	0,000	0,000	0,549	0,000	0,000

Nota. **NDGC**: Nível Diferenciado de Governança Corporativa; **ICG**: Índice de Governança Corporativa; **ROA**: Retorno Sobre os Ativos; **TAM**: Tamanho da empresa (logaritmo natural do Ativo); **ALAV**: Alavancagem financeira; **CD**: Custo da dívida.

Fonte: Elaboração própria.

Diante dos resultados da Tabela 1, ao nível de significância de 1%, pode-se rejeitar a hipótese de normalidade, exceto para a variável que mede o Tamanho das empresas da amostra. O motivo para isso ter ocorrido com a variável tamanho é que ela já foi incluída no modelo com transformação logarítmica. Desse modo, a análise de possíveis diferenças de médias e correlações entre as variáveis ocorrerá por meio da aplicação de testes não paramétricos.

Para verificar a relação entre Governança Corporativa e o custo da dívida, a análise será procedida mediante aplicação do teste não paramétrico de Mann U Whitney e análise multivariada por meio da aplicação da regressão múltipla com dados em painel. O teste Mann U Whitney foi aplicado com o objetivo de verificar se empresas com maiores *scores* de Governança Corporativa (IGC) apresentam medianas menores e significativamente diferentes de custo de financiamentos daquelas empresas com menores *scores* do IGC. Este mesmo procedimento foi aplicado para empresas que pertencem a níveis diferenciados de Governança Corporativa onde empresas do Novo Mercado, N1 e N2 tiveram os custos de suas dívidas comparadas ao custo das dívidas de empresas que não aderiram a níveis diferenciados. O exame não paramétrico de diferenças será apresentado por meio do *score* Z e o nível de significância associado à estatística de teste que pode ser ao nível e 1%, 5% ou 10%.

Em relação a análise multivariada, os modelos testados para exame das hipóteses de pesquisa foram estes abaixo.

$$CD_{it} = \beta_{1i} + \beta_2 IGC_{2it} + \varepsilon_{it} \text{ (Equação 1)}$$

$$CD_{it} = \gamma_{1i} + \gamma_2 IGC_{2it} + \gamma_3 ALAV_{3it} + \gamma_4 TAM_{4it} + \gamma_5 ROA_{5it} + \varepsilon_{it} \text{ (Equação 2)}$$

$$CD_{it} = \alpha_{1i} + \alpha_2 NDGC_{2it} + \alpha_3 ALAV_{3it} + \alpha_4 TAM_{4it} + \alpha_5 ROA_{5it} + \varepsilon_{it} \text{ (Equação 3)}$$

$$CD_{it} = \theta_{1i} + \theta_2 NDGC_{2it} + \theta_3 ALAV_{3it} + \theta_4 TAM_{4it} + \theta_5 ROA_{5it} + \varepsilon_{it} \text{ (Equação 4)}$$

Na equação 1 a variável de Governança Corporativa é representada pelo *score* medido conforme instrumento de pesquisa apresentado na seção 3 e sem as variáveis de controle. O objetivo é observar o efeito individual o IGC sobre o custo da dívida. Na Equação 2 são adicionadas as variáveis de controle.

O que difere a equação 3 da equação 4 é a constituição da variável *dummy*. O NDGC na equação 2, a *dummy* é 1 se a empresa pertence ao Novo Mercado e 0 se não aderiu a nenhum dos NDGC. Já na equação 3, a *dummy* é 1 se a empresa estiver aderido a qualquer um dos níveis diferenciados e 0 para não aderência.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nesta seção é feita a análise de dados mediante exame univariado, bivariado e multivariado das variáveis de pesquisa, as quais irão auxiliar a satisfazer a questão de pesquisa proposta pelo estudo.

4.1 Estatísticas Descritivas

A tabela 2 apresenta a estatística descritiva das variáveis de pesquisa que tem o objetivo primordial de demonstrar medidas de dispersão e tendência central das variáveis. Ressalta-se que estas estatísticas examinam a amostra de forma agregada e, portanto, sem fazer recortes ou subdivisões amostrais.

Tabela 2: Estatísticas descritivas

	<i>ICG</i>	<i>ROA</i>	<i>TAM</i>	<i>ALAV</i>	<i>CD</i>
Média	0,475	0,057	14,216	0,625	0,264
Desvio padrão	0,214	0,107	1,707	0,279	0,199
Mínimo	0,067	-0,671	10,136	0,136	0,001
Máximo	0,933	0,459	19,961	2,413	0,966
Coefficiente de variação	0,451	1,892	0,120	0,447	0,751

Nota. **NDGC:** Nível Diferenciado de Governança Corporativa; **ICG:** Índice de Governança Corporativa; **ROA:** Retorno Sobre os Ativos; **TAM:** Tamanho da empresa (logaritmo natural do Ativo); **ALAV:** Alavancagem financeira; **CD:** Custo da dívida.

Fonte: Elaboração própria.

Pode-se visualizar na Tabela 2 que a *proxy* de Governança Corporativa (IGC_{it}), medida por meio do índice amplo, apresenta baixa dispersão observada pelo coeficiente de variação como razão do desvio padrão e a média. Como observado na seção anterior, *scores* de governança podem variar entre 1 e 15 pontos e para esta análise tais *scores* foram convertidos em coeficientes que irão variar entre 0,067 e 0,93 para as empresas da amostra. Portanto, nesta amostra não há empresas que não apresentem nenhum dos atributos de governança analisados, assim como também não há empresas que tenham obtido *score* máximo de 1 mediante aplicação do instrumento de pesquisa.

O retorno sobre o ativo (ROA_{it}) mostra-se como a variável com maior dispersão, com coeficiente de variação de 1,89. Já a variável que indica o tamanho das empresas (TAM_{it}) da amostra apresenta menor coeficiente de variação, o que é esperado já que esta variável está normalizada mediante a utilização de logaritmo natural sobre os ativos totais da empresa da amostra. Em seguida aparece a variável que demonstra o endividamento total das empresas com coeficiente de variação moderado. E finalmente o custo da dívida com média de 26,44% sendo na variabilidade do custo da dívida é que podem ser feitas inferências sobre a existência e inexistência de diferenças.

4.2 Análise das relações as variáveis

A associação das variáveis de pesquisa foi realizada por meio da aplicação do coeficiente de correlação não paramétrico de Spearman, uma vez que as variáveis (exceto o ativo total) apresentam distribuição que não se aproxima de uma distribuição normal.

Tabela 3: Correlação das variáveis de pesquisa

	<i>NDGC</i>	<i>ICG</i>	<i>ROA</i>	<i>TAM</i>	<i>ALAV</i>	<i>D</i>
<i>NDGC</i>	1	0,626	0,171	0,219	-0,149	-0,068
<i>sig.</i>	.	0	0,007	0	0,018	0,283
<i>ICG</i>		1	0,185	0,286	-0,076	-0,181
<i>sig.</i>		.	0,003	0	0,231	0,004***
<i>ROA</i>			1	0,275	-0,26	-0,176
<i>sig.</i>			.	0	0	0,005***
<i>TAM</i>				1	0,078	-0,219
<i>sig.</i>				.	0,216	0,000***
<i>ALAV</i>					1	0,121
<i>sig.</i>					.	0,057*
<i>D</i>						1
<i>sig.</i>						.

Nota. **NDGC**: Nível Diferenciado de Governança Corporativa; **ICG**: Índice de Governança Corporativa; **ROA**: Retorno Sobre os Ativos; **TAM**: Tamanho da empresa (logaritmo natural do Ativo); **ALAV**: Alavancagem financeira; **CD**: Custo da dívida. *, ** e *** significativo em 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaboração própria.

Levando em consideração as variáveis utilizadas para representar a Governança Corporativa, observa-se que ao nível de 1% o custo da dívida (D_{it}) mostra-se significativo em relação às variáveis ICG_{it} , TAM_{it} e ROA_{it} . Para a variável $ALAV_{it}$, a significância vai ao nível de 10%. Adicionalmente, a Tabela 2 também mostra que a variável NDGC não se mostrou significativa em relação ao custo da dívida, apesar de ser significativa em relação às variáveis de controle. Embora os resultados da Tabela 3 não sejam suficientes para examinar as hipóteses de pesquisa, observa-se que os sinais obtidos para as variáveis estão na mesma direção daquela esperada e descrita no Quadro 5.

Para melhor fundamentar a análise das hipóteses de pesquisa, foram aplicados testes não paramétricos, os quais demonstram o comportamento da variável custo da dívida em relação aos escores de governança e adesão a níveis diferenciados de Governança Corporativa. Em relação aos *scores* de governança, as observações da amostra foram divididas em quartis, sendo o primeiro quartil (Q1) aquele com maior *score* de governança e o quarto quartil (Q4) como o de menor *score* de governança. Na sequência foi feita a comparação entre o custo médio do primeiro quartil com o último quartil. A tabela 4 faz a demonstração desta subdivisão.

Na Tabela 4, no primeiro quartil (Q1) estão empresas que obtiveram escores com a maior média da amostra (0,7831) e o custo de financiamento de dívidas ficou com a média de 21,08%. No último quartil (Q4) a relação é 0,2284 para o escore de governança e 32,73% para o custo da dívida. Mediante a aplicação do teste de igualdade de medianas de Mann U Whitney, ao nível de significância estatística de 1%, a tabela 4 demonstra que o custo médio de financiamento de dívidas de curto e longo prazo é menor em empresas que apresentam maiores escores médios de Governança Corporativa (*p-value* 0,0002). Portanto, para os dados desta amostra de pesquisa, é possível afirmar que quanto mais elevada a pontuação do índice de Governança Corporativa (Q1), menor pode ser o custo médio de financiamento de dívidas associado a tais empresas. Estes resultados são consistentes com o desenvolvimento teórico proposto por Frantz e Instefjord (2012), que defendem a capacidade de mecanismos da Governança Corporativa em diminuir monotonicamente os custos de empréstimos.

Tabela 4: Teste Mann U Whitney

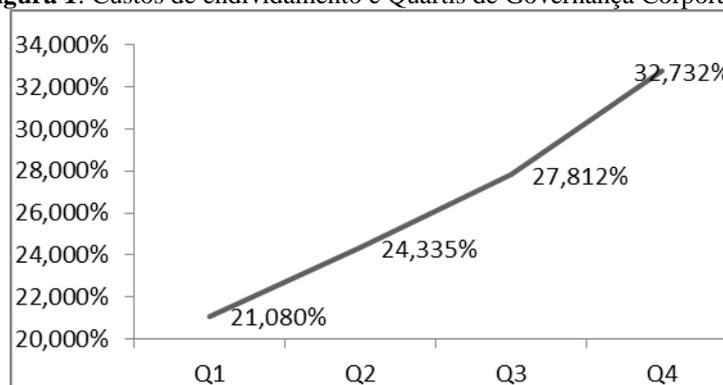
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q4 - Q1
Custo da dívida (CD)	21,08%	24,34%	27,81%	32,73%	Z = -2,644***
IGC	0,78307	0,51323	0,37083	0,22842	

*, ** e *** significativo em 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaboração própria

A Figura 1 indica que as observações da amostra que compõe o quartil Q1 envolvem-se em custos de dívida mais baixos que aquelas que compõem Q4, o que auxilia a sustentar a relação negativa observada na Tabela 3 entre *scores* de governança e custo da dívida.

Figura 1: Custos de endividamento e Quartis de Governança Corporativa



Fonte: Elaboração própria

Em relação aos níveis diferenciados de Governança Corporativa (NDGC), foi aplicada semelhante metodologia àquela usada nos *scores*. A amostra foi subdividida em níveis de Governança Corporativa conforme quadro 2, sendo empresas que não aderiram a NDGC receberam o rótulo de N0. No Novo Mercado (NM) estão empresas que se comprometem com a implantação de mecanismos de Governança Corporativa em nível mais elevado e em N0 as empresas que não apresentam atributos suficientes para acessar níveis diferenciados de Governança Corporativa. A tabela 5 mostra esta subdivisão.

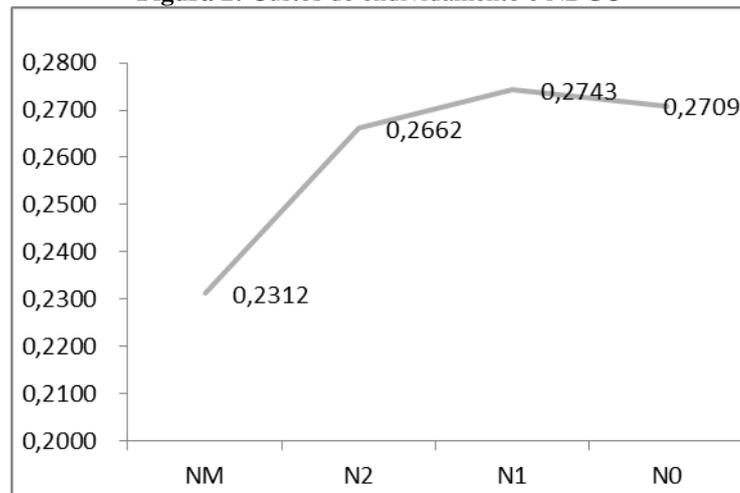
Tabela 5: Teste Mann U Whitney

	NM	N2	N1	N0	Q4 - Q1
Custo da dívida	0,2310	0,2662	0,2473	0,2709	Z = -0,820

*, ** e *** significativo em 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaboração própria

Embora os custos médios de financiamento sejam mais elevados em empresas que não aderiram a NDGC (27,09% no nível N0), não é possível afirmar para esta amostra que empresas com níveis mais elevados de governança envolvam-se com custos mais baixos de financiamento de curto e longo prazo (*p-value* 0,3219). Essa afirmação é sustentada pelo resultado obtido no teste de diferença de médias que não evidenciou diferenças estatisticamente significativas no custo médio de empresas que compõem o Novo Mercado e o Nível N0.

Figura 2: Custos de endividamento e NDGC

Fonte: Elaboração própria

A Figura 2 demonstra que as observações da subamostra que compõem NM têm custos de dívida mais baixos que aquelas do nível N0. Todavia, essa diferença não é estatisticamente significativa.

4.3 Análise Multivariada

O objetivo da estimação dos coeficientes descritos na Tabela 6 é verificar o sinal das variáveis explicativas utilizadas para mensurar a Governança Corporativa. Mediante este resultado será possível indicar evidências para aceitar ou rejeitar as hipóteses de pesquisa. Nas quatro equações utilizadas, a variável dependente é o custo de endividamento.

Tabela 6: Custo da dívida, CGI e variáveis de controle.

Variável dependente: Custo da dívida			
Variáveis independentes	Sinais esperados	Equação 1	Equação 2
<i>IGC</i>	-	-0,2104*** (-3,6753)	-0,1180** (-2,1240)
<i>TAM</i>	-		-0,0192*** (-2,6840)
<i>ALAV</i>	+		0,2277*** -4,887
<i>ROE</i>	-		-0,071 (-0,5708)
Teste F		13,50***	15,32***
R ²		5,14%	19,94%

Nota. NDGC: Nível Diferenciado de Governança Corporativa; ICG: Índice de Governança Corporativa; ROA: Retorno Sobre os Ativos; TAM: Tamanho da empresa (logaritmo natural do Ativo); ALAV: Alavancagem financeira; CD: Custo da dívida. *, ** e *** significativo em 10%, 5% e 1%, respectivamente. **Equação 01:** não rejeitada a hipótese nula (*p-value*: 0,1654) de que o estimador de mínimos quadrados ordinários (MQO) *pooled* é adequado. **Equação 02:** não rejeitada a hipótese nula (*p-value*: 0,1041) de que o estimador de mínimos quadrados ordinários (MQO) *pooled* é adequado. Regressões computadas com erros robustos a heterocedasticidade.

Fonte: Elaboração própria

A Tabela 6 apresenta os resultados dos coeficientes das variáveis da regressão linear simples (Equação 1) e regressão múltipla (Equação 2) com dados em painel. Tanto para a

equação 1 quanto para a equação 2, a variável Governança Corporativa se apresenta estatisticamente significativa ao nível 1% e 5%, respectivamente. Adicionalmente, pode-se observar que, para IGC, o sinal é negativo e dentro do esperado para ambas as equações. Estes resultados indicam que a Governança Corporativa medida a partir do instrumento de pesquisa proposto por Carvalhal-da-Silva e Leal (2005) exerce efeito significativo para a redução do custo médio de financiamentos de curto e longo prazo. Observa-se também que as variáveis de controle Alavancagem e Tamanho mostraram-se com o sinal dentro do esperado e significativas ao nível de 1%. Para a variável ROA, ainda que o sinal obtido esteja de acordo com o esperado, esta variável não se mostrou significativa. Este resultado indica que a rentabilidade não se mostra um fator explicativo relevante para as variações nos custos de dívida.

Diante dos resultados obtidos por meio do coeficiente da regressão da equação 1 e 2, existem evidências para aceitar a hipótese H_1 de que elevados escores de Governança Corporativa exercem influência negativa sobre o custo da dívida de financiamento de curto e longo prazo.

Tabela 7: Custo da dívida, NDGC e variáveis de controle.

Variável dependente: Custo da dívida			
Variáveis independentes	Sinais esperados	Equação 3	Equação 4
<i>NDGC</i>	-	-0,01 (-0,3243)	0,02 -0,9061
<i>TAM</i>	-	-0,0233*** (-3,3021)	-0,0240*** (-3,4207)
<i>ALAV</i>	+	0,2368*** 5,0491	0,2428*** -5,1704
<i>ROE</i>	-	-0,0721 (-0,5717)	-0,078 (-0,6198)
Teste F		13,97***	14,19***
R ²		18,51%	18,74%

Nota. NDGC: Nível Diferenciado de Governança Corporativa; ICG: Índice de Governança Corporativa; ROA: Retorno Sobre os Ativos; TAM: Tamanho da empresa (logaritmo natural do Ativo); ALAV: Alavancagem financeira; CD: Custo da dívida. *, ** e *** significativo em 10%, 5% e 1%, respectivamente. **Equação 01:** não rejeitada a hipótese nula (*p-value*: 0,2274) de o estimador de mínimos quadrados ordinários (MQO) *pooled* é adequado. **Equação 02:** não rejeitada a hipótese nula (*p-value*: 0,2896) de que o estimador de mínimos quadrados ordinários (MQO) *pooled* é adequado. Regressões computadas com erros robustos a heterocedasticidade.

Fonte: Elaboração própria

A Tabela 7 apresenta os resultados dos coeficientes das variáveis das regressões múltiplas (Equação 3 e Equação 4). Para a equação 3, embora com o sinal da variável dentro do esperado, a variável Governança Corporativa não se apresenta estatisticamente significativa. Estes resultados indicam que a classificação em níveis diferenciados de Governança Corporativa não exerce efeito discriminante para as variações nos custos de dívida. Deste modo, apesar da média do custo da dívida nestes segmentos ser menor do que os custos de empresas que não aderiram a níveis diferenciados, esta diferença não se mostra significativa. Ainda na Equação 3, no que se refere às variáveis de controle, estas repetem o seu comportamento em relação a equação 2. Para a equação 4, além de o coeficiente ter se mostrado sem significância estatística, também apresenta sinal contrário ao esperado.

Diante dos resultados obtidos por meio do coeficiente da regressão da equação 3 e 4, não existem evidências para aceitar a hipótese H_2 de que a adesão a níveis diferenciados de

Governança Corporativa (NDGC) exerce influência negativa sobre o custo de dívidas de curto e longo prazo.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa teve como objetivo examinar a relação entre atributos de Governança Corporativa e o custo de endividamento com terceiros, decorrentes de financiamentos, em empresas brasileiras listadas na BM&BOVESPA. Para atender a este objetivo, utilizou uma amostra não probabilística de 83 empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA no período de 2008 a 2010. Como variável explicada, tem-se o custo da dívida medido por meio da razão entre despesas financeiras e o passivo oneroso. Como variável explicativa utilizou-se duas variáveis para representar a Governança Corporativa, o Índice de Governança Corporativa e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa. Adicionalmente, incluiu-se ao modelo as variáveis de controle Tamanho, Alavancagem total e Retorno sobre os ativos.

Embora em níveis diferentes e usando metodologias variadas, pesquisas internacionais e nacionais evidenciam que quanto mais elevado o nível de Governança Corporativa, menores serão, em média, os custos de financiamento de curto e longo prazo. Nesta linha de pesquisa, desenvolveram-se duas hipóteses de pesquisa: Maiores *scores* de Governança Corporativa exercem influência negativa sobre o custo da dívida de financiamento de curto e longo prazo (H_1); A adesão a níveis diferenciados de Governança Corporativa exerce influência negativa sobre o custo de dívida de financiamento de curto e longo prazo (H_2).

Mediante a aplicação de teste de diferença de medianas entre empresas com maiores *scores* e menores *scores* de Governança Corporativa, verificou-se que a média de custos de financiamento é menor em empresas com elevado grau de presença de atributos de Governança Corporativa. Este resultado sugere que a implantação de rígidas regras de governança pode resultar na captação de empréstimos a menores custos de financiamentos. Em seguida, por meio da análise multivariada, que considerou um conjunto de variáveis de controle, verificou-se que, ao nível de 1% de significância estatística, o efeito da presença de mecanismos de governança é negativo, sendo possível aceitar a primeira hipótese de pesquisa (H_1).

Em uma segunda abordagem, foi examinado se empresas que aderem a Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) podem também apresentar menores custos de financiamento. Tanto na análise não paramétrica quanto na abordagem multivariada, não foi verificada uma relação inversamente proporcional em desacordo com a hipótese proposta (H_2). Portanto, não é possível afirmar, para esta amostra, que empresas que aderem a níveis mais elevados de governança sejam capazes de captar recursos a menores custos. Isto indica que, embora a adesão a níveis diferenciados representem um sinalizador de boas práticas de Governança Corporativa, esta pode não exercer um efeito discriminante no que tange à capacidade das empresas em obter financiamentos de curto e longo prazo a menores custos.

Uma explicação para a ausência de significância da hipótese 2 (H_2), a qual se refere aos modelos 3 e 4 que utilizaram como *proxy* de governança o Nível Diferenciado de Governança Corporativa (NDGC), é que quando uma companhia realiza abertura de capital, esta empresa é obrigada a apresentar os mecanismos de Governança Corporativa requeridos ao nível Novo Mercado cujas exigências superam os níveis N1 e N2. Desse modo, o NDGC da BOVESPA é computado por empresas cujos mecanismos de governança são formal e contratualmente estabelecidos. Já as empresas que apresentam elevados *scores* de governança, materializados por meio de índices amplos de Governança Corporativa, mas não estão classificadas em Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NGGC) ou estão por

decisão voluntária nos níveis N1, N2 ou NM, podem apresentar mecanismos suficientemente mais rígidos para diferenciá-las em termos de sinalização para o mercado de crédito sendo, portanto, mais capazes de acessar fontes de financiamentos menos onerosas.

Em uma análise geral, por meio de um índice amplo, pôde-se identificar que existe uma relação negativa entre Governança Corporativa e o custo do endividamento, sendo possível sugerir que a adoção de mecanismos de governança aumenta a propensão em adquirir financiamentos proporcionalmente menos onerosos. Contudo, não foi possível verificar a existência desta relação entre os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) e o custo de financiamento, enfatizando que as múltiplas análises adotadas neste trabalho não conseguiram indicar que a aderência a níveis diferenciados conduz a menores custos de financiamento. Assim, é possível depreender que índices amplos de Governança Corporativa tendem a apresentar maior potencial de discriminação.

No entanto, índices amplos de Governança Corporativa não são definitivos porque eles podem examinar a presença (ou ausência) de atributos que permitem expandir o poder explicativo de mecanismos e até mesmo de modelos de Governança Corporativa. A presente pesquisa utilizou o intervalo de 2008 a 2010. A partir do ano de 2009 as empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA passaram a ser obrigadas a fornecer um relatório ao mercado denominado “Formulário de Referência”. Nesse relatório há diversas especificações que podem indicar a presença de mecanismos, por exemplo, relacionados à composição e funcionamento do Conselho de Administração e evidenciação de informações relacionadas ao nível de endividamento.

Um dos elementos patrimoniais evidenciados pelo formulário de referência é o detalhamento o perfil da dívida, não se limitando a apresentá-lo na forma de curto e longo prazo como no balanço patrimonial. Com este elemento patrimonial, seria possível, por exemplo, discutir a relação Governança Corporativa e o perfil da dívida, levando-se em consideração a taxa de juros associada a estes perfis.

Adicionalmente, ainda relacionado às indicações de pesquisas futuras, o custo de financiamentos junto a terceiros pode ser estudado a partir da diversificação das fontes de financiamento. Indicadores como o índice de Herfindahl-Hirschman (IHH) são capazes de evidenciar o nível de homogeneidade e heterogeneidade da dívida. Estudos nesta direção foram conduzidos no Brasil por Póvoa e Nakamura (2014) e foram capazes de identificar padrões de endividamento em termos de concentração de fontes de financiamento. Desse modo, recomenda-se que estudos adicionais sejam desenvolvidos com vistas a examinar a influência da concentração (ou diversificação) de fontes de financiamento sobre o custo de mantê-los e sua interação com estruturas de Governança Corporativa.

Como limitação desta pesquisa, deve-se observar que não se trata de uma amostra que apresente o rigor metodológico de uma amostragem probabilística e, portanto seus resultados não são generalizáveis. Para contornar essa limitação, sugere-se como estudos posteriores a observância da relação entre estas variáveis utilizando série temporal mais longa visando examinar a influência do tempo sobre a dinâmica da relação entre Governança Corporativa e custo da dívida.

REFERÊNCIAS

Ahmed, A., Billings, B., Morton, R., & Stanford-Harris, M. (2002). The role of accounting conservatism in mitigating bondholder-shareholder conflicts over dividend policy and in reducing debt costs. *The Accounting Review*, 77, 867-890.

- Aldamen, H., Duncan, K., & Mcnamara, R. (2010). Corporate Governance, Risk Assessment and Cost of Debt. Paper presented at the AFAANZ. Conference, Christchurch, New Zealand.
- 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.
- Black, B. S., Jang, H., & Kim, W. (2006). Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 22(2), 366-413.
- BMF&Bovespa. Bolsa de Valores de Sao Paulo. IGC. Disponível em <www.bovespa.com.br>. Acesso em: 12 ago.2012.
- Botosan, C. (1997). Disclosure Level and the Cost of Equity Capital. *The Accounting Review*, 323-349, July.
- Bradley, M. & Chen, D. (2011). Corporate Governance and the Cost of Debt: Evidence from Director Limited Liability and Indemnification Provisions. Elsevier: *Journal of Corporate Finance*. 17(1), 83-107.
- Brealey, R.A., Myers, S.C., & Allen, F. (2008). Princípios de Finanças Corporativas. São Paulo: Ed. Mc GrawvHill.
- 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.
- Carvalho-da-Silva, A., & Leal, R.(2005). Corporate Governance Index: Firm Valuation and Performance in Brazil. *Revista Brasileira de Finanças*, 3(1), 1-18.
- Chen, Y. M., & Jian, J. Y. (2006). The Impact of Information Disclosure and Transparency Rankings System (IDTRs) and Corporate Governance Structure on Interest Cost of Debt: SSRN.
- Chen, D. (2012). Classified boards, the cost of debt, and firm performance. *Financial Management Association*, Denver, CO. July.
- Claessens, S. & Fan, J. P. H., Djankov, S., & Lang, L.H.P. (1999). On Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia. December 9.
- Corrar, L. J., Paulo, E., Dias Filho, J. M., & Rodrigues, A. (2009). Análise multivariada para os cursos de administração, ciências contábeis e economia. Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras - FIPECAFI. São Paulo: Atlas.
- Durnev, A., & Kim, E.H. (2005). To steal or nor to steal: firm attributes, legal environment, and valuation. *The Journal of Finance*. Cambridge: 60(3), 1461-1493.
- Frantz, P., & Instefjord, N. (2012). Corporate Governance and the Cost of Borrowing. SSRN, March 5.

Gompers, P.A., Ishii, J.L., & Metrick, A. (2003). Corporate Governance and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-155.

Healy, P., Hutton, A., & Palepu, K. (1999). Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. *Contemporary Accounting Research*, 16, 485–520.

Jandik, T., & Mccumber, W.R. (2013). Governance, Takeover Probability, and the Cost of Private Debt. SSRN, Abril.

Klapper, L., & Love, I. (2005). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10(5), 703-728.

La Porta, R., Shleifer, A., De Silanes, F. L., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, v. 58, 3-27.

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.

Lima, G. A. S. F. D. (2009). Nível de evidenciação× custo da dívida das empresas brasileiras. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(49), 95-108.

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

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.

Nobili, C. B. (2006). Governança corporativa e retornos esperados no mercado acionário brasileiro: uma extensão do modelo de três fatores de fama & french. *Governança corporativa e retornos esperados no mercado acionário brasileiro: uma extensão do modelo de três fatores de fama & french*.

Piot, C., & Missonier-Piera, F. (2009). Corporate Governance Reform and the Cost of Debt Financing of Listed French Companies. SSRN, September.

Póvoa, A.C.S., & Nakamura, W.T. (2014). Homogeneidade Versus heterogeneidade da estrutura de dívida: um estudo com dados em painel. *Revista Contabilidade & Finanças*, 25(64), 19-32.

Ross, S.A., Westerfield, R.W., & Jaffe, J.F. (2002). Administração financeira: corporate finance. 2. ed. São Paulo: Atlas.

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

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52.

Silveira, A.D.M., Barros, L.A.B.C., & Famá, R. (2003). Estrutura de Governança e Valor das Companhias Abertas Brasileiras. *Revista de Administração de Empresas da Fundação Getúlio Vargas*, 43(3), 50-64.

Schauten, M. B.J., & Van Dijk, D. (2011). Corporate Governance and the Cost of Debt of Large European Firms. ERIM Report Series reference number, October. <<http://ssrn.com/abstract=1620719>>. Acesso em: 09 ago.2012.

Zingales, L. (1998) Corporate Governance. The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law.