



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Relação entre Composição do Conselho de Administração e Custo de Capital de Companhias Listadas no Brasil

GABRIELA SILVA DE SOUZA

Universidade de São Paulo

TATIANA ALBANEZ

Universidade de São Paulo

Resumo

A Governança Corporativa vem ganhando cada vez maior importância dentro das empresas e em discussões sobre a busca por maior transparência e accountability. Um importante atributo da governança é o Conselho de Administração e, mais especificamente, a presença de membros independentes nos conselhos das empresas, uma prática recomendada pelo Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, porém uma característica ainda em desenvolvimento nas companhias no Brasil. Nesse contexto, este trabalho buscou analisar os impactos de uma maior proporção de conselheiros independentes sobre o custo médio ponderado de capital das empresas, bem como comparar a influência desse atributo sobre o custo de capital próprio e o custo de capital de terceiros das companhias. Para isso, foi utilizada uma amostra de 153 empresas não financeiras listadas na B3 durante o período de 2015 a 2020. Foram realizadas análises descritivas, de correlação e regressão de dados em painel. Como principais resultados, verifica-se que a maior independência do conselho contribui para a redução do custo médio ponderado de capital e do custo de capital de terceiros. O mesmo não ocorre para o custo de capital próprio, o que, acredita-se, estar ligado a características específicas do mercado de capitais brasileiro, ainda em desenvolvimento e fortemente baseado no uso de dívida como fonte de financiamento. A pesquisa contribui para a literatura de governança e para os agentes do mercado ao evidenciar a importância de mecanismos de governança corporativa na gestão do custo de captação e geração de valor pela companhia.

Palavras-chave: Conselho de administração. Governança corporativa. Custo de capital próprio. Custo de capital de terceiros. Custo médio ponderado de capital.



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

1. Introdução

Grandes empresas estão frequentemente sujeitas a custos de agência, isso porque os investidores dessas empresas não são seus administradores, o que eventualmente leva a conflitos de interesse e à assimetria informacional entre aqueles que estão dentro das companhias e os seus diversos *stakeholders*. Haja vista esse fenômeno, a governança corporativa surge como uma importante discussão que vem ganhando espaço nas empresas brasileiras, sendo uma ferramenta crucial na busca por mais transparência, promovendo maior credibilidade a elas frente aos seus *stakeholders*.

A governança corporativa também é um fator determinante da estrutura de capital. Empresas com boas práticas de governança corporativa possuem um grau de alavancagem maior pois, entre outras razões, elas possuem condições favoráveis para captação de capital externo (Silveira, Perobelli & Barros, 2008).

As discussões sobre governança corporativa envolvem também a relação entre a empresa e os seus vários *stakeholders*, de forma que a governança é vista como um mecanismo para maximizar os retornos dos investidores e reduzir os conflitos de agência. Nessas discussões, o Conselho de Administração surge como uma figura central, o principal representante dos investidores (Oliveira & Costa, 2005).

Nesse contexto, o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) estabelece alguns princípios básicos de governança, visando um aumento da confiança nas relações entre a entidade e os seus *stakeholders*. São eles: transparência, equidade, *accountability* e responsabilidade corporativa. Com bases nesses princípios, o código sugere diversas práticas às empresas e, entre elas, que o Conselho de Administração seja formado por conselheiros de perfis diversos, que seja evitada a presença de conselheiros internos às empresas e que os conselheiros independentes tenham participação relevante no conselho como um todo.

Nesse contexto, Ashbaugh, Collins e LaFond (2004) verificaram uma relação significativa em atributos de governança corporativa e o custo de capital próprio de empresas americanas. Mais especificamente, eles encontraram evidências de que os atributos de governança, somados a variáveis de controle como beta, tamanho e *market-to-book*, explicam 16% das variações do custo de capital. Ademais, os autores concluíram que boas práticas de governança são efetivas para reduzir os custos de agência, reduzindo também o custo de capital próprio, além de também serem associadas a um menor beta, impactando o custo de capital próprio direta e indiretamente.

Adicionalmente, Tran (2014) concluiu que, no cenário das empresas alemãs, estruturas de governança corporativa são mais bem-avaliadas por investidores do que por credores, sendo que ele atribuiu esse fenômeno ao fato de que no país, os bancos possuem mais mecanismos para protegerem os seus interesses.

No Brasil, Lima (2011) analisou a relação da governança corporativa e o custo de capital próprio de empresas não financeiras listadas na Bovespa, encontrando uma relação significativa entre as variáveis e concluindo que a adoção de práticas de governança é eficaz em reduzir o custo de capital próprio. Adicionalmente, Fonseca e Silveira (2016) estudaram a relação da governança corporativa e o custo de capital de terceiros, também com uma amostra de empresas não financeiras listadas na Bovespa, concluindo que a governança resulta em uma redução do custo de capital de terceiros.



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Os conselhos de administração são um ponto fraco no cenário brasileiro de governança corporativa. Em geral, as empresas possuem conselhos pequenos, pouco diversos e formados principalmente por conselheiros que trabalham nessas empresas ou por representantes dos acionistas controladores (Black, Carvalho & Gorga, 2010), apesar das recomendações de órgãos brasileiros, como o IBGC, e dos padrões internacionais, pelos quais é valorizada a presença de conselheiros independentes nos conselhos das companhias.

Diante do cenário exposto, tem-se a seguinte questão de pesquisa: Qual a relação entre a proporção de membros independentes no Conselho de Administração e o custo de capital de empresas abertas brasileiras?

Tendo em vista a questão de pesquisa, o objetivo desse trabalho é analisar os impactos da independência do Conselho de Administração, em termos de proporção de conselheiros independentes em relação ao total, no custo de capital próprio e no custo de capital de terceiros de grandes companhias brasileiras. Será analisada também a relação entre a independência do Conselho de Administração e o custo médio de capital das companhias.

Essa pesquisa baseia-se nas seguintes hipóteses:

H₁: Empresas com maior proporção de membros independentes no Conselho de Administração possuem menor custo médio ponderado de capital (WACC).

H₂: A independência do Conselho de Administração possui impactos mais significativos no custo de capital próprio do que no custo de capital de terceiros.

Espera-se que esse trabalho contribua para o campo de pesquisa de Governança Corporativa ao mensurar os efeitos de atributos de governança no custo de capital de grandes companhias brasileiras. Diversas pesquisas nacionais (Silveira, Perobelli & Barros, 2008; Fonseca & Silveira, 2016; Fonseca, Hiratuka & Silveira, 2016) analisam os impactos da governança no custo de capital de terceiros, enquanto Lima (2011) examina a relação entre a governança corporativa e o custo de capital próprio. Nesse contexto, o diferencial dessa pesquisa é examinar os impactos da independência do conselho no custo médio ponderado de capital das empresas, no custo de capital próprio e no custo de capital de terceiros, possibilitando a comparação dos impactos do atributo de governança nos custos de financiamento por capital próprio e por dívida. Espera-se também que essa pesquisa exponha e demonstre a importância da Governança Corporativa para as empresas, mais especificamente, no Brasil.

Esse estudo está estruturado da seguinte forma: o capítulo 2 se refere ao referencial teórico utilizado, o 3 expõe os procedimentos metodológicos e amostra usados, o capítulo 4 trata da análise dos resultados obtidos e, por último, o capítulo 5 se refere às conclusões e limitações da pesquisa.

2. Referencial Teórico

2.1. Governança Corporativa e o Conselho de Administração no Brasil

As discussões sobre Governança Corporativa são relativamente recentes no Brasil, no entanto, essas discussões vêm ganhando cada vez mais espaço nas empresas, assim como são produzidos cada vez mais estudos que tratam do assunto, os quais evidenciam o cenário de governança no país, as medidas adotadas pelas companhias e os seus benefícios, conforme será evidenciado neste capítulo.



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Atualmente, no país, a tendência é que as empresas continuem caminhando para uma estrutura de boas práticas de governança marcada pela participação de investidores institucionais, pulverização do controle e maior importância da eficiência e da transparência, sendo que essa tendência é impulsionada pela necessidade do país de se estabelecer no mercado internacional e pelo cenário de aumento das operações de emissão de ações, fusões e aquisições, ascensão dos fundos de pensão, aumento da necessidade de financiamento pelas empresas e também pela presença mais ativa de investidores institucionais nacionais e internacionais (Oliveira & Costa, 2005).

Ao examinarem a evolução da adoção de práticas de governança corporativa no Brasil, Black, Carvalho e Gorga (2010) constataram que, em geral, as companhias brasileiras possuem conselhos de administração relativamente pequenos, com uma média de 6,8 conselheiros, o que pode levar a uma situação em que o conselho seja pequeno demais para ser efetivo, já que por serem compostos por poucas pessoas, a variedade de conhecimento e de profissionais com carreiras diferentes é menor, além da possibilidade de que a quantidade de trabalho exceda a capacidade do grupo.

Os autores ainda evidenciaram que a independência dos conselhos das empresas brasileiras é extremamente baixa, sendo que os conselhos de muitas delas são formados quase inteiramente por profissionais internos ou por representantes dos grupos controladores das companhias. Muitas instituições (aproximadamente um terço das empresas pesquisadas) não possuem nenhum conselheiro independente. Essa é uma grande fraqueza da governança no Brasil, e uma questão que ainda precisa ser mais desenvolvida e incorporada pelas companhias no país, de forma que o conselho possa atuar de forma livre de vieses ou de influências de terceiros.

Valadares e Leal (2000) destacam que o cenário brasileiro é marcado por uma alta concentração acionária e, como consequência, tem-se que o conflito de agência mais relevante nesse contexto acontece entre acionistas majoritários e minoritários. Dessa forma, Dutra e Saito (2002) ressaltam que no país, a independência do conselho não está relacionada à influência por parte dos administradores da empresa, como acontece em outros países, e sim à influência dos acionistas controladores.

2.2. Estrutura de Capital

A estrutura de capital das empresas é o resultado de decisões sobre a forma como elas financiarão os seus ativos, sendo que a estrutura de capital resultante dessas decisões é dinâmica e corresponde à uma proporção entre capital próprio e capital de terceiros.

O tema foi e ainda é o foco de estudos, sendo que diversas teorias foram desenvolvidas sobre as decisões de estrutura de capital. Entre elas, um estudo pioneiro na área foi o de Modigliani e Miller (1958), no qual os autores concluíram que o custo médio de capital é constante independentemente das decisões de estrutura de capital, ou seja, a estrutura de capital é irrelevante para o valor das companhias, sendo que essas conclusões dependiam de alguns pressupostos como a inexistência de impostos e de custos de falência.

Entretanto, alguns anos depois, Modigliani e Miller (1963) realizaram um novo estudo considerando um mundo com impostos, no qual os autores concluíram que o financiamento por dívida é vantajoso quando o benefício fiscal da dívida é considerado. No estudo, é destacado que o custo de capital próprio aumenta com um aumento na alavancagem, devido ao risco financeiro, porém o aumento no custo de capital próprio é menor do que os benefícios pelo uso de dívida.



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Posteriormente, outras teorias surgiram, como a Teoria de *Trade-off*, que afirma que a empresa se financiará com capital de terceiros até o ponto em que o benefício fiscal da dívida é ultrapassado pelos custos de uma empresa altamente alavancada, sendo que existe um nível de endividamento ótimo balanceado por esse *trade-off* (Myers, 2001).

Além disso, tem-se também a Teoria de *Pecking Order*, de Myers e Majluf (1984) e Myers (1984), com enfoque na assimetria informacional, e segundo a qual existe uma ordem de preferência de fontes de financiamento pelas empresas, sendo que elas dão preferência pela utilização de recursos internos aos externos.

Destaca-se também a Teoria de *Market Timing*, desenvolvida por Baker e Wurgler (2002), segundo a qual a estrutura de capital é o resultado de diversas decisões passadas das empresas, nas quais elas tentam acertar o momento certo para emissão de ações, de forma que elas possam minimizar os seus custos. Ou seja, essa teoria evidencia que os custos das diferentes formas de financiamento são relevantes nas decisões de estrutura de capital.

Conforme demonstrado acima, os custos de capital influenciam as decisões de estrutura de capital das companhias, podendo inclusive ser o determinante destas decisões, como é evidenciado na Teoria de Market Timing, onde as empresas buscam acertar o melhor momento, quando os custos estão mais baixos, para emitir ações.

Nesse contexto, a Governança Corporativa é um fator que está relacionado às decisões de estrutura de capital, já que ela influencia a visão da empresa pelo mercado, possuindo diversas consequências nas atividades das companhias. A adoção de boas práticas de governança é vista inclusive como um determinante da estrutura de capital de empresas, impactando na qualidade e na disponibilidade de fontes de financiamento (Silveira, Perobelli & Barros, 2008; Fonseca, Hiratuka & Silveira, 2016). Ademais, a governança pode implicar também uma redução no beta e no custo de capital próprio, aspectos relacionados à estrutura de capital (Ashbaugh, Collins & LaFond 2004).

No próximo subcapítulo são apresentados diversos trabalhos, nacionais e internacionais, que buscaram encontrar evidências das consequências da Governança Corporativa nas diferentes formas de financiamento das empresas.

2.3. Evidências Empíricas

Existe uma diversidade de trabalhos nacionais e internacionais que avaliam a relação da governança corporativa e características das empresas, como os seus custos de financiamento, as suas estruturas de capital e até a disponibilidade de capital de terceiros. Nesta seção, são levantados alguns destes estudos e as suas principais conclusões.

Ao estudar os impactos da governança no custo de capital próprio no mercado norte-americano, Ashbaugh, et al (2004) encontraram evidências de que uma redução no custo de capital próprio das empresas está relacionada a uma série de práticas de governança corporativa, como a independência do Conselho de Auditoria e do Conselho de Administração e a porcentagem do conselho que possui ações da companhia.

Um outro aspecto relevante da pesquisa de Ashbaugh et al (2004) é que os autores buscaram também observar como a governança é precificada pelo mercado. Nesse contexto, eles evidenciaram que as práticas de governança são determinantes do beta das empresas, e a adoção de melhores práticas de governança está associada negativamente com o beta, ou seja, essas práticas reduzem o risco da empresa em relação ao mercado.



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Nesse contexto, Bhojraj e Sengupta (2003) investigaram o efeito da governança corporativa nos *ratings* e taxas de retorno de títulos de dívida do mercado norte-americano. Os autores encontraram evidências de que companhias com uma maior porcentagem de conselheiros independentes no conselho têm títulos com classificações melhores e com menores taxas de retorno, corroborando as teorias de que a governança está associada à redução do risco.

Em uma pesquisa realizada no mercado alemão, Tran (2014) verificou que a governança corporativa de fato reduz os custos de agência, reduzindo também o custo de capital próprio. Adicionalmente, o autor destaca que as práticas de governança são mais importantes para os acionistas do que para os credores, o que ele atribui ao fato de que os bancos possuem formas alternativas de proteger o seu capital. Ele conclui também que a demanda dos credores por mais estruturas de governança ocorre quando o cenário existente nas companhias não é mais eficaz para reduzir os custos de agência, o que também o levou à conclusão de que dificilmente um padrão de práticas de governança satisfaria tanto acionistas quanto credores igualmente.

Já em relação ao mercado brasileiro, Lima (2011) realizou uma pesquisa em que a amostra foi composta de todas as empresas não financeiras listadas na Bovespa entre 1998 e 2008. O autor criou um índice amplo de governança, o IGOV, e verificou uma relação negativa e estatisticamente significativa entre o índice e o custo de capital próprio das companhias estudadas, em linha com trabalhos internacionais.

Fonseca, Hiratuka e Silveira (2016) analisaram o impacto da adoção de boas práticas de governança no acesso ao financiamento por dívida, usando uma ampla amostra do mercado brasileiro, composta por 252 empresas não financeiras no período de 2000 a 2013. Os autores constataram que a governança corporativa é um determinante relevante da estrutura de capital das empresas, sendo que ela impacta positivamente tanto a quantidade como a qualidade do endividamento das companhias.

O fenômeno evidenciado na pesquisa acima pode ser explicado pelo fato de que a governança fornece maior transparência e credibilidade à empresa e às informações divulgadas ao mercado, reduzindo a assimetria informacional entre gestores, acionistas e credores e resultando em um impacto positivo sobre a percepção dos agentes de mercado. Essa posição otimista por parte dos agentes é que gera impactos positivos nas linhas de crédito disponíveis para as empresas (Fonseca et al, 2016).

Ao analisar a relação entre a Governança Corporativa e o custo de capital de terceiros de uma amostra de 230 companhias brasileiras não financeiras listadas na BM&FBOVESPA entre 2010 e 2014, Fonseca e Silveira (2016), evidenciaram que a adoção de melhores práticas de governança resulta em uma redução no custo da dívida. Nesse contexto, os resultados da pesquisa estão em linha com o evidenciado em trabalhos nacionais e internacionais, mostrando que adoção de melhores práticas de governança influencia a percepção dos provedores de recursos, diminuindo o custo do capital.

Ainda em relação à literatura que analisou os impactos da governança corporativa nas companhias, o trabalho de Silveira, Perobelli e Barros (2008) possui um enfoque na relação entre a governança e a estrutura de capital, e não necessariamente o custo de capital, no mercado brasileiro. Os autores destacam que as práticas de governança influenciam significativamente o grau de alavancagem das empresas, sendo que empresas com melhores práticas de governança corporativa possuem condições mais vantajosas para captação de recursos externos, sendo, portanto, mais alavancadas.



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Este trabalho se diferencia dos demais ao incluir uma análise dos efeitos do atributo de governança no custo médio de capital das empresas, buscando avaliar o impacto resultante no custo de capital como um todo. Ademais, dessa forma, é possível comparar se a independência do conselho possui um impacto maior no custo de financiamento externo ou interno dentro da amostra utilizada. Destaca-se também que serão utilizados dados dos últimos 6 anos, portanto, será fornecida uma visão atual do cenário no Brasil.

3. Procedimentos Metodológicos

3.1. Amostra

A amostra desta pesquisa foi composta pelas empresas não-financeiras listadas na B3. Foi analisado o período de 2015 a 2020, de forma que fosse possível verificar a relação das variáveis ao longo dos anos. A Lei n. 6.404 (1976) estabelece que o mandato dos membros do Conselho de Administração não pode ser mais longo do que 3 anos, de forma que ao estudar um período de 6 anos, foi possível observar pelo menos dois mandatos dos conselheiros.

As informações relacionadas à composição dos Conselhos foram obtidas através dos Formulários de Referência das empresas, enviados à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) anualmente. Os formulários foram acessados no *site* da B3.

Adicionalmente, das 399 companhias atualmente listadas na B3, foram eliminadas da amostra empresas do setor financeiro e *holdings*, bem como empresas para as quais não havia dados disponíveis para todos os anos do período analisado, de forma que a amostra final desta pesquisa foi composta de dados de 153 empresas diferentes ao longo dos últimos 6 anos, totalizando 918 observações.

3.2. Definição das Variáveis

3.2.1. Variáveis Dependentes

Para testar a hipótese H1, a qual propõe a análise do custo médio de capital, será utilizado o custo médio ponderado de capital (WACC), definido por Assaf Neto (2003, p. 366) como a taxa de atratividade da empresa, ou seja, o retorno mínimo exigido pela alocação de capital. Já Damodaran (2007) argumenta que o custo médio ponderado de capital representa o mix de fontes de financiamento que maximizam o valor da empresa.

Ross, Westerfield e Jordan (1997, p. 271) demonstram que a fórmula amplamente aceita para o cálculo do WACC após o efeito dos impostos é a seguinte:

$$WACC = K_e \times \left(\frac{E}{V}\right) + \left[K_d \times \left(\frac{D}{V}\right) \times (1 - T)\right]$$

Onde:

WACC é o custo médio ponderado de capital;

K_e é o custo do capital próprio;

E/V é a proporção do capital próprio sobre o financiamento total da empresa;

K_d é o custo da dívida;

D/V é a proporção do capital de terceiros sobre o financiamento total da empresa;

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

T é a alíquota do imposto de renda e da contribuição social.

Nesta pesquisa, serão analisados também o custo de capital próprio e o custo de capital de terceiros, os quais estão presentes no teste da hipótese H2, que avalia os impactos da independência do conselho de administração em cada uma das variáveis, além delas estarem presentes também no cálculo do WACC.

O custo do capital próprio é a taxa de retorno exigida pelos acionistas da empresa. Essa taxa não é diretamente observável, dessa, forma, existem diferentes modelos usados para calculá-la e, entre eles, o modelo mais difundido é o Capital Asset Pricing Model (CAPM), de Sharpe (1964) e Lintner (1965).

O CAPM relaciona de forma linear o risco e retorno de todos os ativos, permitindo a identificação da taxa de retorno mínima exigida para cada nível de risco assumido. O modelo é o mais utilizado pela literatura para estimar o custo de capital próprio pela forma como ele relaciona risco e retorno, segundo Araujo, Lima & Neto (2006), que ainda justificam o uso de um modelo ajustado para economias emergentes. Este modelo, que utilizada como *benchmark* dados da economia americana, pode ser representado por:

$$Ke = Rf + \beta(Rm - Rf) + RP$$

Onde:

Rf é a taxa livre de risco. Para a taxa livre de risco, serão utilizadas as taxas de juros médias de títulos públicos de longo prazo nos Estados Unidos (Treasury Bonds com maturidade de 10 anos);

β representa o risco de uma empresa específica em relação ao risco do mercado. Serão utilizados os coeficientes médios de empresas americanas de um mesmo setor, dados disponibilizados por Damodaran, e, posteriormente, os coeficientes serão alavancados conforme os índices de alavancagem de cada companhia;

Rm é a taxa de retorno do mercado. Como proxy para taxa de retorno de mercado, será utilizada a rentabilidade histórica de longo prazo do mercado americano, através do S&P 500;

RP = Risco país, captado através do índice Embi+BR.

O custo de capital de terceiros é comumente utilizado na literatura (Albanez, 2012; Barros, Silva & Voese, 2015; Fonseca & Silveira, 2016) como uma razão entre as despesas financeiras líquidas do benefício fiscal da dívida e o passivo oneroso, seguindo a seguinte equação:

$$Kd = \frac{\text{Despesas Financeiras} \times (1 - T)}{\text{Passivo Oneroso Médio}}$$

Onde:

Kd é o custo da dívida;

T é a alíquota do imposto de renda e da contribuição social.

Em relação à essa proxy para o custo de capital de terceiros, Albanez (2012) destaca que algumas das vantagens desse indicador incluem os dados de fácil acesso e a disponíveis para todas as empresas abertas. Entre as principais desvantagens do indicador, conforme destacado pela autora, estão a possibilidade de as despesas financeiras incluírem, além das despesas de juros, despesas com variação cambial e o fato de que os valores reportados nas



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

despesas financeiras seguem o regime de competência, dessa forma, eles não necessariamente representam o custo esperado pela captação com terceiros em um momento pontual.

3.2.2. Variável Explicativa

A variável explicativa dessa pesquisa é a independência do Conselho de Administração. Para o cálculo desta variável, foi utilizada a porcentagem de membros independentes dos conselhos em relação ao total de conselheiros.

A coleta desses dados foi realizada através de observação no Formulário de Referência das empresas, documento enviado anualmente à CVM, onde é possível observar os membros que compõem os conselhos das empresas, bem como quais deles são independentes.

3.2.3. Variáveis de Controle

São variáveis que capturam características específicas das empresas e que impactam ora o beta da companhia, e, conseqüentemente, o seu custo de capital próprio, ora o custo da dívida. Estas variáveis estão descritas abaixo.

a) Tamanho

Espera-se que empresas maiores estejam menos associadas a riscos de falência por possuírem acesso a uma maior variedade de fontes de financiamento, o que reduziria também os seus custos de capital. De acordo com Fonseca et al (2016), espera-se também que essas empresas tenham reputações melhores, o que afeta a percepção dos agentes de mercado, resultando também em uma redução nos custos de captação.

b) Tangibilidade

Empresas com maior proporção de ativos tangíveis podem submeter esses ativos como garantias em linhas de crédito, reduzindo os custos da dívida. Fonseca et al (2016), ao utilizarem esta variável de controle em seu modelo, ainda argumentam que uma maior tangibilidade reduz a liberdade dos gestores na escolha de investimentos, o que também estaria relacionado a uma redução no custo de capital.

c) Alavancagem

Considera-se que um maior nível de endividamento das empresas implica em maiores riscos incorridos ao se aplicar recursos nestas entidades, conforme mencionado por Lima (2011), resultando em maior retorno exigido pelo investimento.

d) Rentabilidade

É esperado que empresas mais rentáveis tenham preferência por reinvestir os recursos gerados, utilizando menos dívidas, conforme a Teoria de Pecking Order, de Myers e Majluf (1984) e Myers (1984), o que reduziria os seus riscos, reduzindo também os custos de financiamento. Adicionalmente, Bhojraj e Sengupta (2003) e Fonseca e Silveira (2016) suportam em suas pesquisas este argumento de que empresas mais lucrativas possuem custos de financiamento menores.

e) Market-to-book

Espera-se que um índice maior represente uma maior oportunidade de crescimento para a empresa, fator que estaria relacionado a menores custos de financiamento (Alencar & Lopes, 2007; Lima, 2011).

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Na tabela abaixo é possível verificar como as variáveis foram calculadas, bem como a relação destas variáveis com o custo de capital das firmas.

Tabela 1 – Descrição operacional das variáveis

Atributo	Sigla	Proxy	Sinal Esperado
Variáveis Dependentes			
Custo Médio de Capital	WACC	$K_e \times (E/V) + [K_d \times (D/V) \times (1-T)]$	
Custo de Capital Próprio	K_e	$R_f + \beta \times (R_m - R_f) + RP$	
Custo de Capital de Terceiros	K_d	Despesas Financeiras $\times (1 - T)$ / Passivo Oneroso Médio	
Variável Explicativa			
Independência do Conselho	<i>Ind</i>	Membros Independentes / Número de Membros do Conselho	Neg.
Variáveis de Controle			
Tamanho	<i>Tam</i>	$\ln(\text{Vendas})$	Neg.
Tangibilidade	<i>Tang</i>	Imobilizado / Ativo Total	Neg.
Alavancagem	<i>Alav</i>	Endividamento / Ativo Total	Pos.
Rentabilidade	<i>Rent</i>	EBITDA / Receita Líquida	Neg.
Market-to-book	<i>MtB</i>	Preço das Ações / Patrimônio Líquido	Neg.

Notas: E/V = proporção do capital próprio sobre o financiamento total da empresa; D/V = proporção do capital de terceiros sobre o financiamento total da empresa; T = alíquota marginal de impostos de 34%; Ln = logaritmo natural; EBITDA = Lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização.

3.3. Modelo e Tratamento dos dados

Primeiramente, foram realizadas análises descritivas e de correlação, de forma a aprofundar a compreensão dos dados e a buscar possíveis relações entre as variáveis, bem como verificar problemas de multicolinearidade entre as variáveis explicativas. As variáveis foram winsorizadas a 5%, visando mitigar problemas com *outliers*.

A metodologia de análise de dados em painel foi escolhida devido às características da amostra, que acompanha um grupo de empresas ao longo de um período (de 2015 a 2020). A análise foi realizada através de um modelo de regressão com dados em painel estimado por efeitos fixos com erros-padrão robustos clusterizados por firma, para lidar com a possível presença de heterocedasticidade e autocorrelação serial dos termos de erro.

Dessa forma, o modelo geral para teste das hipóteses de pesquisa pode ser representado pela seguinte equação:

$$\text{Custo de Capital} = f(\text{Ind} + \text{Tam} + \text{Tang} + \text{Alav} + \text{Rent} + \text{MtB})$$

Em que:

Ind é a independência do Conselho de Administração, medida através da proporção de membros independentes; Tam é o tamanho da empresa, igual ao logaritmo natural da receita líquida de vendas; Tang é a tangibilidade da companhia, medida através da proporção de ativo imobilizado em relação aos ativos totais; Alav representa a alavancagem, igual à proporção de endividamento no ativo total; Rent é a rentabilidade da companhia, medida pela margem EBITDA; MtB é a variável *Market-to-Book*, valor de mercado dividido pelo patrimônio líquido da firma.

Para testar a primeira hipótese de pesquisa, a variável dependente, custo de capital, foi representada pelo custo médio ponderado de capital (WACC). A variável independente foi a proporção de membros independentes no conselho de administração e estão no modelo também as variáveis de controle tamanho, tangibilidade, alavancagem, rentabilidade e *market-to-book*.

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Já para testar a segunda hipótese de pesquisa, foram testados dois modelos. Nestes, as variáveis independentes e de controle foram as mesmas, no entanto, em um dos modelos a variável dependente foi o custo de capital próprio e no outro, o custo de capital de terceiros, de forma que foi possível analisar o impacto e a significância da independência do conselho nos custos das diferentes formas de financiamento.

4. Análise dos Resultados

4.1. Análise Descritiva

A amostra final da pesquisa foi composta de 918 observações de 153 empresas. Conforme evidenciado na tabela abaixo, entre 2015 e 2020, em média, o custo médio de capital das companhias presentes na amostra foi de 12%, com um desvio padrão de 6,2%. Além disso, o custo de capital mínimo encontrado foi de 6,1%, chegando a um máximo de 29,6%. Como esperado, em média, o custo de capital próprio está acima do custo de capital de terceiros, dado o maior risco assumido pelo acionista.

Já os Conselhos de Administração possuem, em média, 31% de membros independentes, sendo que na amostra estão incluídas companhias que não possuem nenhum membro independente no conselho e companhias com um conselho composto apenas de membros independentes. No entanto, essa média evidencia a baixa representatividade desses conselheiros nos órgãos das firmas brasileiras, na contramão de recomendações do IBGC e dos impactos positivos na redução do custo de capital trazidos por membros independentes, conforme evidenciado em pesquisas anteriores (Lima, 2011; Fonseca & Silveira, 2016; Fonseca, Hiratuka & Silveira, 2016).

Tabela 2 - Estatísticas descritivas

Variável	Nº de Observações	Mínimo	Máximo	Média	Desvio-Padrão
WACC	918	0,061	0,296	0,118	0,062
Ke	918	0,065	0,208	0,096	0,034
Kd	918	0,032	0,821	0,199	0,193
Ind	918	0,000	0,800	0,311	0,251
Rent	918	-0,349	0,734	0,176	0,229
Tam	918	11,642	17,565	14,538	1,641
Alav	918	0,030	0,717	0,317	0,187
Tang	918	0,001	0,635	0,224	0,194
MtB	918	-0,344	7,597	1,942	2,026

Adicionalmente, a tabela 3, abaixo, mostra a correlação entre as variáveis do modelo. Não há alta correlação entre as variáveis explicativas (acima de 0,70), reduzindo problemas de multicolinearidade no modelo.

Verifica-se também que a variável explicativa, *Ind*, possui correlação negativa com as três variáveis dependentes: custo médio de capital, custo de capital próprio e custo de capital de terceiros, conforme esperado inicialmente. No entanto, é importante destacar que a correlação não implica necessariamente causa e efeito.

Tabela 3 – Matriz de correlação entre as variáveis dependentes e explicativas

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Variável	WACC	Ke	Kd	Ind	Rent	Tam	Alav	Tang	MtB
WACC	1,000								
Ke	0,381	1,000							
Kd	0,602	-0,028	1,000						
Ind	-0,175	-0,011	-0,180	1,000					
Rent	-0,212	0,312	-0,068	0,010	1,000				
Tam	-0,212	0,262	-0,150	0,234	0,185	1,000			
Alav	0,131	0,486	-0,344	0,066	0,019	0,160	1,000		
Tang	0,018	0,044	0,031	-0,079	-0,040	0,015	0,002	1,000	
MtB	-0,236	-0,301	-0,014	0,143	0,195	0,280	0,024	-0,058	1,000

4.2. Análise dos Modelos

Em um primeiro momento, foi estudado o modelo composto pelo custo médio de capital como variável dependente, enquanto a independência do conselho foi a variável explicativa e o modelo incluiu também as variáveis de controle detalhadas anteriormente. Os resultados são apresentados na tabela 4.

Tabela 4 – Análise do efeito da independência do Conselho de Administração sobre o Custo Médio Ponderado de Capital

Variável Dependente: Custo Médio de Capital							
Variáveis Independentes	Coef.	Std. Err.	t	P > t	Intervalo de Confiança (95%)		
Ind	- 0,0251	0,013	-2,010	0,046	-0,050	-0,000	
Rent	- 0,0099	0,013	-0,780	0,438	-0,035	0,015	
Tam	- 0,0063	0,006	-1,010	0,313	-0,019	0,006	
Alav	0,0332	0,025	1,340	0,182	-0,016	0,082	
Tang	0,0128	0,032	0,400	0,690	-0,051	0,076	
MtB	- 0,0031	0,002	-1,980	0,050	-0,006	0,000	
Constante	0,2121	0,093	2,280	0,024	0,028	0,396	
Nº de Observações					918		
Prob > F					0,0191		
R ² Within					4,15%		
R ² Between					15,43%		
R ² Overall					12,31%		
Modelo					Efeitos Fixos com Erros-Padrão Robustos		

Notas: Ind: independência do Conselho de Administração; Rent: rentabilidade; Tam: tamanho da empresa; Alav: alavancagem financeira; Tang: tangibilidade; MtB: *Market-to-Book*; Coef: coeficientes; Std. Err.: erro padrão das variáveis; t: posição estatística na distribuição; P > t: teste de significância das variáveis explicativas; Prob > F: nível de significância estatística do modelo.

Inicialmente, foi observada uma correlação negativa entre a presença de membros independentes no conselho e o custo médio de capital, e essa relação se mantém no modelo estudado, onde observa-se que a variável independente possui coeficiente negativo e é estatisticamente significativa para o modelo, corroborando a primeira hipótese de pesquisa e o que foi encontrado por Ashbaugh et al (2004) e Tran (2014) em pesquisas que ressaltaram a relação negativa entre a governança corporativa e o custo de capital.

Neste primeiro modelo, além da variável independente estudada, a variável de controle *market-to-book* e a constante foram os elementos relevantes para a determinação do custo médio de capital. Verificou-se que a variável *market-to-book* possui relação negativa e significativa com o custo de capital, o que também corrobora o que era esperado

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

inicialmente. Apesar de não serem significativas para o modelo, observou-se relação negativa entre as variáveis rentabilidade e tamanho e o custo de capital próprio.

Tabela 5 – Análise do efeito da independência do Conselho de Administração sobre o Custo de Capital Próprio

Variável Dependente: Custo de Capital Próprio							
Variáveis Independentes	Coef.	Std. Err.	t	P > t	Intervalo de Confiança (95%)		
Ind	- 0,0094	0,008	-1,130	0,261	-0,026	0,007	
Rent	- 0,0185	0,006	-3,280	0,001	-0,030	-0,007	
Tam	0,0021	0,003	0,660	0,510	-0,004	0,008	
Alav	0,0953	0,017	5,690	0,000	0,062	0,128	
Tang	0,0016	0,023	0,070	0,946	-0,044	0,047	
MtB	- 0,0028	0,001	-4,290	0,000	-0,004	-0,002	
Constante	0,0462	0,044	1,050	0,297	-0,041	0,134	
Nº de Observações					918		
Prob > F					0,000		
R ² Within					26,78%		
R ² Between					31,59%		
R ² Overall					30,45%		
Modelo					Efeitos Fixos com Erros-Padrão Robustos		

Notas: Ind: independência do Conselho de Administração; Rent: rentabilidade; Tam: tamanho da empresa; Alav: alavancagem financeira; Tang: tangibilidade; MtB: *Market-to-Book*; Coef: coeficientes; Std. Err.: erro padrão das variáveis; t: posição estatística na distribuição; P > t: teste de significância das variáveis explicativas; Prob > F: nível de significância estatística do modelo.

No segundo modelo, a variável explicativa estudada não foi significativa para explicar a variação no custo de capital próprio, ao contrário do que era esperado na segunda hipótese do trabalho, no entanto, foi encontrada uma relação negativa, apesar de não significativa, entre a presença de membros independentes nos conselhos de administração e o custo de capital próprio.

Esses resultados vão parcialmente contra o que foi comprovado por Ashbaugh et al (2004) em um trabalho analisando o mercado norte-americano, no qual os autores encontraram relação negativa e significativa entre as variáveis, comprovando que a presença de membros independentes nos conselhos reduz o risco das empresas e, conseqüentemente, o custo de capital próprio. No entanto, no Brasil, a baixa liquidez dos papéis, reduzida participação das companhias no mercado de capitais e o próprio nível de desenvolvimento do mercado acionário podem ter gerado esta ausência de significância da principal variável sobre o custo de capital próprio, sendo mais relevante sobre o custo de capital de terceiros (como será visto a seguir), sendo esta a principal fonte de financiamento das companhias no Brasil.

Adicionalmente, verificou-se que as variáveis rentabilidade, alavancagem e *market-to-book* são significantes para a determinação do custo de capital próprio. A rentabilidade de uma empresa e a sua razão *market-to-book* são fatores que reduzem o custo de capital próprio, comprovando as expectativas iniciais, de que empresas mais rentáveis e com maior potencial de crescimento possuem menor custo de capital. Em relação à alavancagem, foi encontrada uma relação positiva que também era esperada desde o início porque, como evidenciado, espera-se que empresas alavancadas possuam maior risco, elevando o seu custo de capital.

Tabela 6 – Análise do efeito da independência do Conselho de Administração sobre o Custo de Capital de Terceiros

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Variável Dependente: Custo de Capital de Terceiros							
Variáveis Independentes	Coef.	Std. Err.	t	P > t	Intervalo de Confiança (95%)		
Ind	- 0,0807	0,032	-2,530	0,012	-0,144	-0,018	
Rent	0,0272	0,038	0,720	0,473	-0,048	0,102	
Tam	0,1068	0,016	0,650	0,517	-0,022	0,043	
Alav	- 0,2194	0,070	-3,110	0,002	-0,359	-0,080	
Tang	- 0,0470	0,094	-0,500	0,617	-0,232	0,138	
MtB	- 0,0014	0,003	-0,430	0,670	-0,008	0,005	
Constante	0,1472	0,245	0,600	0,548	-0,336	0,630	
Nº de Observações					918		
Prob > F					0,020		
R ² Within					4,96%		
R ² Between					10,71%		
R ² Overall					9,38%		
Modelo					Efeitos Fixos com Erros-Padrão Robustos		

Notas: Ind: independência do Conselho de Administração; Rent: rentabilidade; Tam: tamanho da empresa; Alav: alavancagem financeira; Tang: tangibilidade; MtB: *Market-to-Book*; Coef: coeficientes; Std. Err.: erro padrão das variáveis; t: posição estatística na distribuição; P > t: teste de significância das variáveis explicativas; Prob > F: nível de significância estatística do modelo.

Neste último modelo, foi verificada uma relação negativa e significativa entre a variável explicativa e o custo de capital de terceiros, em linha com o esperado inicialmente.

A relação negativa entre a governança e o custo da dívida foi observada por Lima (2011) e Tran (2014) nos mercados brasileiro e alemão, respectivamente. Ambos concluíram que essa era uma característica significativa na definição do custo da dívida, e esta pesquisa corrobora os resultados encontrados pelos autores.

Nesse contexto, neste trabalho, verificou-se a expectativa inicial de que a proporção de membros independentes nos conselhos de administração possui relação negativa e significativa estatisticamente com o custo médio de capital no Brasil. Essa é uma característica determinante do custo de financiamento das firmas no Brasil, corroborando a hipótese H₁, a qual afirma que empresas com maior proporção de membros independentes no conselho teriam um custo médio ponderado de capital menor.

A hipótese H₂ afirma que a independência do conselho é uma característica mais bem avaliada por investidores do que por credores, já que credores possuem outras formas, incluindo jurídicas, de proteger os seus interesses. No entanto, as evidências encontradas nessa pesquisa sugerem que essa característica não é significativa para acionistas, ao contrário do que se observou para credores. Dessa forma, esta hipótese de pesquisa foi rejeitada.

Pode-se argumentar que os fatores observados estão de acordo com o cenário brasileiro, uma vez que a governança corporativa é um assunto ainda em desenvolvimento no país (Oliveira & Costa, 2005). Não são raros os casos de empresas listadas atualmente que se iniciaram como firmas familiares, possuindo até hoje essas famílias como acionistas principais e, conforme destacado por Dutra e Saito (2002), a independência do conselho está muito relacionada à influência de acionistas controladores. Nesse contexto, a governança corporativa seria de fato uma característica mais importante para credores. Este resultado pode ter influenciado a relação também negativa e significativa encontrada entre o custo médio ponderado de capital e a independência do conselho, pois o uso de dívida ainda é a forma de financiamento mais comum no país.



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

5. Considerações Finais

O objetivo deste trabalho foi analisar a relação entre a independência do Conselho de Administração e o custo de capital de companhias brasileiras, investigando o impacto de uma maior proporção de conselheiros independentes no custo médio de capital, bem como no custo de capital próprio e de terceiros. Dessa forma, foram definidas duas hipóteses de pesquisa, a H_1 , a qual argumenta que empresas com maior proporção de membros independentes no conselho possuem menor custo médio de capital, e a H_2 , a qual infere que a independência do conselho é uma característica mais relevante para acionistas do que para credores.

De forma a analisar essas características, foi construída uma amostra com dados de companhias não financeiras listadas na B3 durante o período de 2015 a 2020, e esta amostra foi utilizada em um modelo de regressão com dados em painel estimado por efeitos fixos com erros-padrão robustos clusterizados por firma.

Já em um primeiro momento, verificou-se uma correlação negativa entre a variável *Ind*, que representa a independência do conselho, e as variáveis dependentes custo médio de capital, custo de capital próprio e custo de capital de terceiros, em linha com o que era esperado. Ao rodar o primeiro modelo, foi encontrada uma relação negativa e significativa estatisticamente entre a proporção de conselheiros independentes e o custo médio de capital, resultados que comprovam a hipótese H_1 e que corroboram pesquisas nacionais e internacionais que ressaltaram os impactos da governança corporativa no custo de capital.

Ao estudar os impactos da composição dos conselhos com os custos de capital próprio e de terceiros, observou-se que a independência dos conselheiros não é um fator significativo para a determinação do custo de capital próprio, mas é um fator significativo e que possui relação negativa com o custo de capital de terceiros. Inicialmente, era esperado que essa pesquisa corroborasse os resultados obtidos por Tran (2014) ao estudar o mercado alemão, nos quais verificou-se que a governança é mais relevante para acionistas do que para credores, já que os últimos possuem outras formas de preservar os seus interesses.

No entanto, nesse trabalho, constatou-se que no mercado brasileiro, esse atributo é mais importante para a determinação do custo de capital de terceiros do que para o custo de capital próprio, o que vai na contramão do que era esperado inicialmente. Destaca-se que essa característica pode ser explicada por características específicas do mercado de capitais no Brasil. A governança corporativa ainda é uma questão em desenvolvimento no cenário brasileiro (Oliveira & Costa, 2005). Ainda existem muitas empresas que possuem conselhos sem nenhum membro independente, e mesmo a média é de 31% de membros independentes nos conselhos, conforme encontrado na amostra estudada. Além disso, são frequentes os casos de empresas listadas atualmente que se iniciaram como firmas familiares, possuindo até hoje essas famílias como acionistas controladoras e, conforme destacado por Dutra e Saito (2002), a independência do conselho está muito relacionada à influência de acionistas controladores. Nesse contexto, a governança corporativa seria de fato uma característica mais importante para credores.

Esta pesquisa contribui para o campo de governança ao aprofundar o debate sobre os impactos da governança corporativa no custo de capital das companhias no Brasil. Espera-se também que esse artigo tenha demonstrado a importância da governança para as empresas de modo geral.



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

No entanto, destaca-se que essa pesquisa possui algumas limitações. Na amostra, foram estudados dados de um período de 6 anos, no entanto, como a governança é um campo ainda em desenvolvimento e com muitas mudanças de um ano para outro, talvez os seus impactos fiquem mais claros quando se analisa os dados ao longo de um período ainda maior. Uma outra limitação do trabalho é possuir apenas uma variável explicativa, a proporção de membros independentes no conselho, ao invés da inclusão de outras *proxys* de governança corporativa no modelo.

Referências

- Araujo, A. M. P. de, Lima, F. G. & Neto, A. A. (2006). Metodologia de Cálculo do Custo de Capital no Brasil. Anais do Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, São Paulo, SP, Brasil, 6. Recuperado em 20 junho, 2021, de <https://congressousp.fipecafi.org/anais/artigos62006/235.pdf>
- Albanez, T. (2012). Efeitos do Market Timing Sobre a Estrutura de Capital de Companhias Abertas Brasileiras. Tese de doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil. Recuperado em 18 junho, 2021, de <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-01112012-195136/publico/TatianaAlbanezVO.pdf>
- Assaf Neto, A. (2003). Finanças Corporativas e Valor. São Paulo: Atlas.
- Ashbaugh, H., Collins, D. W. & LaFond, R. (2004). Corporate Governance and the Cost of Equity Capital [Working Paper]. University of Madison-Wisconsin, Madison, WI. Recuperado em 19 abril, 2021, de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=639681
- Baker, M. P., Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. Journal of Finance, 57(1), pp. 1-32. Recuperado em 29 maio, 2021, de <http://people.stern.nyu.edu/jwurgler/papers/capstruct.pdf>
- Barros, C. M. E., Silva, P. Y. C., & Voese, S. B. (2015). Relação entre o Custo da Dívida de Financiamentos e Governança Corporativa no Brasil. Contabilidade, Gestão e Governança, 18(2), pp. 7-26. Recuperado em 14 junho, 2021, de <http://www.spell.org.br/documentos/ver/37174/relacao-entre-o-custo-da-divida-de-financiamentos-e-governanca-corporativa-no-brasil/i/pt-br>
- Bhojraj, S. & Sengupta, P. (2003). Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors. The Journal of Business, 76(3), pp. 455-475. Recuperado em 26 abril, 2021, de https://www.jstor.org/stable/10.1086/344114?seq=1#metadata_info_tab_contents
- Black, B. S., Carvalho, A. G. de, Gorga, E. (2010). Corporate Governance in Brazil. Emerging Markets Review, 11(1), pp. 21-38. Recuperado em 17 maio, 2021, de <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1566014109000429?via%3Dihub>
- Damodaran, A. (2007). Finanças Corporativas: Teoria e Prática. Bookman: Porto Alegre.
- Dutra, M. G. L. & Saito, R. (2000). Conselhos de Administração: Análise de sua Composição em um Conjunto de Companhias Abertas Brasileiras. Revista de Administração Contemporânea, 6(2), pp. 9-27. Recuperado em 17 maio, 2021, de <https://doi.org/10.1590/S1415-65552002000200003>
- Fonseca, C. V. C. & Silveira, R. L. F. da. (2016). Governança Corporativa e Custo de Capital de Terceiros: Evidências Entre Empresas de Capital Aberto. REAd. Revista Eletrônica de Administração, 22(1), pp. 106-133. Recuperado em 17 maio, 2021, de <https://doi.org/10.1590/1413-2311.016162016.62739>

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

- Fonseca, C. V. C., Silveira, R. L. F. da, & Hiratuka, C. (2016). A Relação entre a Governança Corporativa e a Estrutura de Capital das Empresas Brasileiras no Período 2000-2013. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 35(2), pp. 35-52. Recuperado em 17 maio, 2021, de <https://doi.org/10.4025/enfoque.v35i2.29673>
- Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial da União. Brasília, DF, Brasil. Recuperado em 13 junho, 2021, de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm
- Lintner, J. (1965). The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *The Review of Economics and Statistics*, 47(1), pp. 13-37. Recuperado em 16 junho, 2021, de <https://www.jstor.org/stable/1924119>
- Lima, B. F. (2011). Governança Corporativa e o Custo de Capital Próprio das Empresas Brasileiras. Tese de Mestrado, Insper, São Paulo, SP, Brasil. Recuperado em 29 maio, 2021, de http://dspace.insper.edu.br/xmlui/bitstream/handle/11224/816/Bruno%20Faustino%20Lima_Trabalho.pdf?sequence=1
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), pp. 261-297. Recuperado em 29 maio, 2021, de <https://www.jstor.org/stable/1809766>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), pp. 433-443. Recuperado em 13 junho, 2021, de <https://www.jstor.org/stable/1809167>
- Myers, S. C. (1984). Capital Structure Puzzle [Working Paper N° 1393]. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA. Recuperado em 29 maio, 2021, de <https://www.nber.org/papers/w1393>
- Myers, S. C. (2001). Capital Structure. *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2), pp. 81-102. Recuperado em 29 maio, 2021, de <https://www.jstor.org/stable/2696593>
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. [Working Paper N° 1396]. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA. Recuperado em 29 maio, 2021, de <https://www.nber.org/papers/w1396>
- Oliveira, M. C. & Costa, P. P. (2005). O Comitê de Auditoria nas Companhias Abertas Brasileiras: Um Estudo Multicaso. *Anais do Congresso USP de Controladoria e Contabilidade*, São Paulo, SP, Brasil, 24. Recuperado em 11 abril, 2021, de <https://congressosp.fipecafi.org/anais/artigos52005/24.pdf>
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jordan, B. (2008). Princípios de administração financeira. Atlas.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*, 19(3), pp. 425-442. Recuperado em 16 junho, 2021, de <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>
- Silveira, A. M., Perobelli, F. F. C. & Barros, L. A. B. de C. (2008). Governança Corporativa e os Determinantes da Estrutura de Capital: Evidências Empíricas no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, 2008, 12(3), pp.763-788. Recuperado em 11 abril, 2021, de <https://doi.org/10.1590/S1415-6552008000300008>
- Tran, D. H. (2014). Multiple Corporate Governance Attributes and The Cost of Capital – Evidence from Germany. *The British Accounting Review*, 2014, 46, pp. 179-197. Recuperado em 19 abril, 2021, de <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0890838914000080>



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Valadares, S. M., Leal, R. P. C. (2000). Ownership and Control Structure of Brazilian Companies. Revista ABANTE, 3(1), pp. 29-56. Recuperado em 24 maio, 2021, de <https://ideas.repec.org/a/pch/abante/v3y2000i1p29-56.html>