

Custo do Capital Próprio e Nível de *Disclosure* nas Empresas Brasileiras

Autores

ROBERTA CARVALHO DE ALENCAR

Universidade de Fortaleza

ALEXSANDRO BROEDEL LOPES

Universidade de São Paulo

Resumo

Este trabalho investiga se o nível de *disclosure* influencia o custo do capital para as empresas negociadas no mercado brasileiro. A teoria diz que melhor e maior *disclosure* resulta em menor custo de capital, e existem estudos conduzidos no exterior comprovando a teoria, mas há razões para se crer que o mesmo comportamento não é observado no mercado brasileiro. A pesquisa compreendeu o exame dos dados de 222 empresas listadas em bolsa, extraídas da base de dados Economatica. Com base nos dados pesquisados, a conclusão que se chega é que no mercado brasileiro o nível de *disclosure* não afeta o custo de capital. Em função das peculiaridades do mercado brasileiro, o resultado não é de todo surpreendente. Esta questão requer uma investigação mais detalhada, utilizando-se medidas mais robustas para nível de *disclosure*. Adicionalmente, verificaram-se outros dois resultados contrários à expectativa alicerçada na teoria, mas que reforçaram os resultados de outras pesquisas já realizadas: que as maiores empresas oferecem taxa de retorno superior às menores e que a implementação de práticas diferenciadas de governança corporativa não resultou em alteração do custo de capital.

1 Introdução

A contabilidade, ao prover informação, pode exercer um papel importante na administração dos conflitos de interesse e na redução da assimetria informacional, uma barreira crítica que se estabelece entre emissores de ações ordinárias e investidores públicos, alguns dentre os diversos participantes dos contratos que formam a firma. Um dos reflexos esperados de uma menor assimetria informacional é a redução do custo de capital.

O fenômeno que liga informação, disponível e de amplo conhecimento, a custo de capital pode ser assim explicado: como os compradores de ações não têm certeza da credibilidade dos emissores de ações, tendem a diminuir o preço da oferta que considerariam justo para as ações. Esse mecanismo de proteção usado pelos investidores eleva o custo de captação de capital próprio por parte das empresas. Em sentido contrário, portanto, é esperado que, reduzindo a insegurança dos investidores, munindo-os de informações, a firma consiga obter redução no custo de capital.

Estudos envolvendo empresas norte-americanas (BOTOSAN, 1997, BOTOSAN; PLUMLEE, 2001), suíças (HAIL, 2002) e asiáticas (CHEN *et al.*, 2003) encontraram relação negativa entre nível de *disclosure* e custo de capital, confirmando a teoria.

O presente estudo tem o objetivo de verificar se existe relação entre nível de *disclosure* e custo de capital nas empresas brasileiras, a exemplo do que já foi constatado em pesquisas realizadas em outros países.

Justifica-se o estudo em função das condições particulares do mercado brasileiro, que levaram Lopes (2002b) a constatar que o valor patrimonial é superior aos lucros em termos de

value relevance. Tal como o lucro é pouco relevante como redutor da assimetria informacional, também seriam as demais informações divulgadas?

A grande dificuldade em se empreender estudos ligando custo do capital próprio ao nível de *disclosure* é que nenhuma das duas medidas é diretamente observável. A qualidade das conclusões depende em grande parte da habilidade do pesquisador em escolher as *proxys* adequadas para as duas variáveis.

Neste artigo, utilizou-se o beta da empresa como representação da variável custo de capital e a nomeação das empresas para o prêmio transparência da Associação Nacional dos Executivos de Finanças, Administração e Contabilidade - ANEFAC como representação de um nível de *disclosure* superior às demais empresas.

O uso do beta como *proxy* do custo do capital próprio baseia-se na abordagem do Capital Asset Pricing Model - CAPM, na qual é este fator que diferencia o custo de um ativo dos demais, e é mais um enfoque diferente trazido por este trabalho.

Também foram adicionadas à regressão variáveis representativas do tamanho da empresa, nível de endividamento, grau de conservadorismo, governança corporativa e internacionalização.

2 Relação com pesquisas anteriores

A teoria que embasa a esperada relação inversa entre custo de capital e nível de *disclosure*, foi descrita por Botosan (1997) que caracterizou duas linhas de pesquisa: a primeira delas representada por Amihud e Mendelson (1996) e Diamond e Verrecchia (1991). A base teórica desta linha de pesquisa diz que maior *disclosure* aumenta a liquidez de mercado das ações por meio disso, reduzindo custo de capital através da redução dos custos de transação ou demanda aumentada pelos títulos da firma.

A segunda linha teórica de pesquisa sugere que maior *disclosure* pode reduzir custo de capital pela redução de risco não diversificável de estimativa. Klein e Bawa (1976) foram talvez os primeiros a considerar o risco de estimativa. Neste grupo estão também Barry e Brown (1985), Coles e Loewentein (1988), Handa e Linn (1993), Coles *et al.* (1996).

2.1 Estudos conduzidos em outros países

Botosan (1997) examinou a associação entre custo de capital e nível de *disclosure*, por meio de regressão de estimativas específicas para a firma do custo do capital em relação ao beta, tamanho da firma e uma medida autoconstruída de nível de *disclosure*. A medida de nível de *disclosure* é baseada na quantidade de *disclosures* voluntários providos nos relatórios anuais de 1990, em uma amostra de 122 indústrias. A autora concluiu que, para firmas que atraem baixo nível de reporte por parte dos analistas de mercado, maior *disclosure* está associado com menor custo de capital. Já para as firmas mais reportadas pelos analistas, a autora não encontrou evidência de associação, e justifica que talvez isto tenha ocorrido por basear-se apenas em relatórios anuais.

Posteriormente, Botosan e Plumlee (2001), em um reexame da questão, apuraram que existe associação negativa entre custo de capital e o nível de *disclosure* anual, mas uma associação positiva com *disclosure* mais tempestivo. As autoras ressaltam que, embora este último achado possa contrariar a teoria, ele vem ao encontro das reclamações dos administradores das empresas, de que a informação mais tempestiva aumenta o custo de

capital, e atribuem a explicação deste fenômeno a um provável aumento na volatilidade dos preços.

Hail (2002) utilizou procedimento semelhante e encontrou no exame da amostra de 73 firmas suíças não financeiras uma associação negativa e altamente significativa entre as duas variáveis.

Chen *et al.* (2003) testaram a relação no mercado asiático, acrescentando à questão outros indicadores de governança corporativa, tendo encontrado que tanto o *disclosure* quanto os indicadores de governança não relacionados ao *disclosure* reduzem o custo de capital.

Os quatro estudos citados utilizaram metodologias semelhantes para apuração do custo de capital, o qual foi estimado encontrando-se a taxa de desconto que, aplicada às projeções de rendimento futuro das empresas feitas pelos analistas de mercado, iguala tal fluxo ao preço corrente das ações.

Francis *et al.* (2003) estudaram empresas de 34 países, pertencentes a 18 setores industriais, com o objetivo de verificar a relação entre nível de *disclosure* voluntário fora dos EUA e necessidade de financiamento externo. Além de verificarem uma correlação positiva entre as duas variáveis, os pesquisadores encontraram também que as firmas com maior nível de *disclosure* têm menor custo de capital.

2.2 Estudos conduzidos no Brasil

Dentre os estudos conduzidos no Brasil, não foi encontrado um estudo que testasse especificamente o relacionamento entre *disclosure* e custo de capital. No entanto, diversos estudos examinaram a influência de outros fatores nos retornos das ações.

Bruni e Famá (1998) examinaram a associação entre os retornos das ações não financeiras listadas na BOVESPA entre os anos 1988 e 1996 e diversas variáveis. Os resultados encontrados não permitiram evidenciar uma relação significativa entre retornos e betas, mas evidenciaram uma relação significativa entre retorno e endividamento, para as ações ordinárias, e entre retorno e a relação entre o valor contábil e de mercado da ação, para as ações preferenciais.

Bruni (2002) examinou o comportamento das ações das empresas brasileiras emissoras de ADR no período 1992-2001, evidenciou uma significativa redução do custo de capital próprio, expresso pela variação negativa dos betas das ações, após a emissão dos ADRs. Adicionalmente o estudo de eventos realizado evidenciou a presença de retornos anormais maiores no período anterior ao evento, anormais significativos e positivos em torno do evento e negativos no período posterior, corroborando com as evidências de reduções nos níveis do custo de capital.

Málaga e Securato (2004) aplicaram o modelo de três fatores de Fama e French a carteiras de ações formadas pelas ações listadas na Bolsa de Valores de São Paulo-BOVESPA no período 1995-2003, e verificaram que o retorno de mercado, o tamanho da empresa e o índice *Book-to-Market*, são significativos e complementares na explicação do retorno das empresas. Contrariando a expectativa baseada na teoria, o relacionamento encontrado entre retorno de mercado e tamanho da empresa encontrado pelos pesquisadores foi positivo.

Silveira (2003) investigou se as empresas brasileiras com ações negociadas em bolsa e que emitiram ADR na década de 90 passaram por significativa modificação em seu custo de capital. Os resultados encontrados sugerem que, em média, as empresas apresentaram redução. O autor cita trabalhos que chegaram a conclusões semelhantes: Alexander, Eun e

Janakiraman (1988), Sundaram e Logue (1996), Bekaert e Harvey (1997), Errunza e Miller (2000), Singale Kim (2000), Karolyi e Stulz (2001) no exterior, e no Brasil os trabalhos de Rodrigues (1999) e Bruni (2002). Em sua conclusão, Silveira (2003, p.119) nota que as reduções observadas parecem vir mais de modificações operacionais internas, mais especificamente novas regras de governança criadas pela situação.

Lima et al.(2004) estudaram as taxas de captação das empresas que emitiram debêntures entre janeiro de 2001 e novembro de 2003, e não encontraram indícios significativos de que as empresas que aderiram a qualquer dos níveis de governança corporativa da Bovespa tenham conseguido captar a taxas mais baixas que as demais empresas.

3 Informação contábil e o mercado de capitais brasileiro

O mercado de capitais brasileiro tem características próprias que impactam diretamente a qualidade e a importância da informação contábil. Lopes (2002b, p. 14-18) destaca as seguintes características: estrutura de participação acionária e fatores institucionais, fonte de recursos e participação do Estado na economia.

O controle acionário no Brasil é extremamente concentrado, e os proprietários e gerentes são normalmente os mesmos. Este fato diminui a importância da informação contábil externa, já que não há problema de assimetria de informações. Também influencia a qualidade da informação o grau de proteção dado aos acionistas minoritários. Em relação a esse ponto, é ainda fraco o desenvolvimento de instituições que assegurem adequada proteção aos minoritários, conforme Anderson, citado por Lopes (2002b, p. 16).

Além dos fatores ligados à estrutura de governança corporativa, afetam ainda a qualidade da informação contábil, o mercado brasileiro ter como fonte de recursos preferencial o mercado de crédito bancário e o alto grau de participação do Estado em atividades econômicas.

No que diz respeito à informação contábil propriamente dita, destaque-se a influência que a legislação tributária exerce sobre a informação que é produzida e publicada no Brasil, e também o modelo de definição de normas contábeis baseado na legislação, em detrimento de comitês privados de auto-regulação.

Todas estas questões analisadas em conjunto levaram Lopes (2002b, p. 18) a afirmar:

This overview of the Brazilian accounting system and capital markets clearly indicates that accounting information is expected to be of low quality due to the current stage of the financial reporting system and the capital markets structure.

4 Modelo e variáveis utilizadas

Dadas as peculiaridades do mercado acionário brasileiro, no qual poucas empresas têm seu controle acionário negociado em bolsa, o resultado contábil, em outros mercados utilizado para reduzir a assimetria informacional, tem menor uso no Brasil. Os administradores e os proprietários ou pertencem ao mesmo grupo ou têm acesso comum a informações privilegiadas. Diante deste panorama, é esperado que o nível de *disclosure* não afete o custo de capital nas empresas brasileiras.

Para testar a ligação entre *disclosure* e custo de capital, foram introduzidas no modelo variáveis de controle, reportadas na literatura como passíveis de influenciar o custo de capital.

O modelo adotado é representado pela equação a seguir:

$$\beta = \gamma_0 + \gamma_1 PRVP + \gamma_2 LNEND + \gamma_3 LNRB + \gamma_4 DISCL + \gamma_5 GOVERN + \gamma_6 ADR$$

As hipóteses a serem testadas são:

Ho: O nível de *disclosure* não afeta o custo de capital.

H1,a: O nível de *disclosure* afeta o custo de capital, contribuindo para sua redução.

H1,b: O nível de *disclosure* afeta o custo de capital, contribuindo para sua elevação.

4.1 Custo de capital

Segundo Pratt (1998, p. 3), custo de capital é a taxa de retorno esperada que o mercado requer para carrear recursos para um investimento qualquer. É um custo esperado, dado pelo custo de oportunidade. Kaufman, apud Pratt (1998), afirma:

Since the cost of anything can be defined as the price you have to pay to get it, the cost of your capital is the return you must promise in order to get capital from the market, either debt or equity. A company does not set its own cost of capital; it must go to the market to discover it.

O custo de capital não é, portanto, um dado observável. Como custo de oportunidade, ele é resultado dos benefícios esperados, ponderados pelo risco específico do ativo em que se está investindo e das taxas dos demais ativos em um determinado momento.

Botosan (1997) utilizou-se do modelo de Ohlson para estimar o custo de capital, estimado como sendo a taxa de desconto que equaliza o preço ao valor patrimonial da ação mais expectativas de resultados futuros, estes últimos dados pelas projeções de analistas de mercado. O modelo adotado, além de pressupor que as previsões dos analistas são uma *proxy* adequada das expectativas do mercado, também se baseia em que a equação de Ohlson capta os componentes principais na formação do preço.

Em trabalho posterior, Botosan e Plumlee (2001) estimaram o custo de capital utilizando a fórmula usada por Gebhardt *et al.*, baseada no modelo de Ohlson, a qual também foi usada por Hail (2002) e Chen *et al.* (2003).

Diante das diversas alternativas para estimar o custo de capital (*ex-ante*), Botosan (1997, p.337) esclarece que não considerou a possibilidade de usar a média dos retornos realizados (*ex-post*) em razão de esta fornecer uma medida do capital próprio muito contaminada por outros ruídos, e com baixo nível de associação com o beta. A autora complementa a argumentação afirmando que a prática e pesquisas anteriores sugerem alternativas que incorporam menos ruído que os retornos realizados.

Em relação ao CAPM, Botosan (1997, p. 337) afirma:

One [alternative] is to estimate cost of equity capital with the Capital Asset Pricing Model [...]. The premise of my study, however, is that cross sectional variation in disclosure level explains variation in cost of equity capital. In contrast, the CAPM assumes that cross-sectional variation in market beta alone drives variation in the cost of capital. As a result, the CAPM approach provides no role for disclosure level, unless one assumes cross-sectional variation in disclosure level

induces variation in beta, a notion that has no theoretical support (grifos nossos).

Resgatando o CAPM como teoria, em artigo que argumenta que este tem sido usado indevidamente na tentativa de explicar retornos ocorridos e não os esperados, Fan (2004) afirma:

Sharpe, Linter, et al. created CAPM, the first general equilibrium theory of the capital market, in 1964 and 1965. At the center of the theory is the security market line, which indicates that higher beta-risk assets should carry higher expected returns. As a theory, CAPM is very well received because of its parsimonious elegance and its common sense notion that any risk-averse investors would demand higher expected returns to compensate for taking higher risk.

Consistente com a afirmação de Fan, optou-se pelo uso do beta/CAPM, por representar o retorno esperado, o qual é o conceito de custo de capital (*ex-ante*). O entendimento é que o beta representa o risco específico da empresa, decorrente de uma série de fatores, inclusive nível de *disclosure*.

4.2 Nível de Disclosure

Assim como o custo de capital, o nível de *disclosure* de uma empresa é uma medida construída. Neste artigo, a medida adotada reflete qualidade de *disclosure*: o prêmio transparência da Associação Nacional dos Executivos de Finanças, Administração e Contabilidade - ANEFAC.

O prêmio ANEFAC é concedido anualmente desde 1997 e destaca as empresas cujas demonstrações contábeis foram consideradas mais completas e detalhadas. A análise é feita em duas fases: na primeira fase, alunos do curso de Mestrado em Controladoria e Contabilidade da FEA-USP, orientados por um coordenador do corpo técnico da FIPECAFI, analisam as demonstrações contábeis à luz de quesitos técnicos preestabelecidos para que tais demonstrações contábeis sejam consideradas transparentes. O grupo de triagem examina não só a existência ou não de determinado tópico, como também se o grau de profundidade adotado é satisfatório. Cada demonstração contábil é objeto da análise de vários alunos e só passa para a fase seguinte se aprovada por unanimidade.

Na segunda fase uma comissão composta por especialista da FIPECAFI e a ANEFAC seleciona as empresas classificadas, e dentre elas a vencedora.

A variável *disclosure* (DISCL) corresponde ao percentual de vezes em que a empresa foi indicada para premiação, considerando-se as sete edições do prêmio.

4.3 Variáveis de controle: tamanho da empresa, grau de endividamento, relação preço/valor patrimonial da ação, governança corporativa e internacionalização

Além das variáveis BETA e DISCL, foram acrescentadas ao modelo outras variáveis, descritas a seguir:

- Efeito do tamanho da empresa – para refletir o *size effect* usou-se o logaritmo neperiano da receita bruta das empresas no período analisado (LNRB). A teoria determina que empresas maiores tendem a ter menor custo de captação. Em estudos conduzidos no exterior, tradicionalmente a medida usada para captar o *size effect* é o Valor de Mercado. Em razão do baixo nível de negociação de ações das empresas

no mercado brasileiro, entendeu-se que a Receita Bruta representaria mais adequadamente o conceito de tamanho da empresa. O resultado esperado é que tamanho da empresa e custo de capital apresentem-se negativamente correlacionados.

- Grau de Endividamento (LNEND) – representado pelo logaritmo neperiano da relação entre Exigível Total e Patrimônio Líquido.
- Relação entre o preço da ação e o valor patrimonial (PRVP) – indica o grau de conservadorismo dos números contábeis em relação à avaliação do mercado.
- Governança Corporativa (GOVERN) – *dummy* indicativa de adesão da empresa aos níveis 1, 2 e novo mercado da BOVESPA. Foram consideradas as adesões ocorridas até 31 de dezembro de 2003. É esperado que as empresas que sinalizam para o mercado a existência de governança corporativa consigam dar maior credibilidade às suas publicações, potencializando o efeito do *disclosure*.
- Internacionalização (ADR) – *dummy* indicativa de existência de ADR emitido durante ou antes do período considerado. Kim e Singal (2000, p.184) afirmam que o risco associados à posse das ações das empresas globalizadas, reduz-se como resposta às mudanças provocadas pelo próprio processo que demanda melhores controles e maior transparência, tornando menor o custo de capital.

5 Dados e resultados empíricos

Os dados relativos a indicadores financeiros e de mercado, assim como emissões de ADR foram coletadas do banco de dados Economática. Foram selecionadas as empresas que continham todos os dados baseados em demonstrações contábeis na posição 31 de dezembro de 2003, e beta em 30 de abril de 2004, calculado para o período de 60 meses. O uso de apenas um período ampliou o número de empresas incluídas na amostra e está em acordo com o que se objetiva testar, uma vez que a melhoria na qualidade de *disclosure* tende a ser um processo que se dá de forma gradativa. Optou-se portanto em aumentar a amplitude dos dados *cross-sectional*, em oposição a um número maior de observações ao longo do tempo. A amostra resultou em 242 títulos, entre ações ordinárias e preferenciais. Eliminados os *Outliers* com valores de variáveis excedentes a 2,5 desvios-padrão, o número foi reduzido para 222 observações.

As informações a respeito da adesão aos níveis 1, 2 e novo mercado foram obtidas no *site* da Bovespa e empresas premiadas no Prêmio Transparência ANEFAC em relatório fornecido pela FIPECAFI.

As estatísticas descritivas das variáveis originais e modificadas são apresentadas a seguir:

Tabela 1 – Estatística descritiva das variáveis

	<i>N</i>	<i>Minimum</i>	<i>Maximum</i>	<i>Mean</i>	<i>Std. Deviation</i>
BETA	222	-0,2	1,70	0,6027	0,36236
PRVP (Preço / Vr. Patrimonial da Ação)	222	-0,6	5,10	1,2014	0,87801
END (Exigível Total / Pat. Líquido)	222	1,5	2.173,40	223,714	294,35239

LNEND (LN Índice de Endividamento)	222	0,41		4,8433	1,12153
			7,68		
RB (Receita Bruta)	222	11.408	131.988.260	4.789.318	13.213.298
LNRB (LN Receita Bruta)	222	9,34		14,0717	1,73
			18,70		
DISCL (Percentual de indicações ao prêmio transparência ANEFAC)	222	0		0,07	0,178
			1		
GOVERN (Dummy – adesão aos níveis 1,2 e NM da Bovespa)	222	0		0,18	0,381
			1		
ADR (Dummy – empresa emissora de ADR)	222	0		0,24	0,43
			1		
Valid N (listwise)	222				

Fonte: elaborada pelos autores

Dada a grande diferença de magnitude dos valores de Receita Bruta e Índice de endividamento, estas variáveis foram modificadas, utilizando-se os seus logaritmos. Observe-se que a média da relação Preço/Valor Patrimonial da Ação situa-se em patamar pouco superior a 1, indicando que a avaliação do mercado supera em pouco o valor contábil da ação. Lopes (2001, p.174) verificou situação inversa nos dados de 1995 a 1999, ao examinar o índice Book to market. A reversão do conservadorismo às avessas constatado por Lopes é explicada pelo fim do procedimento de Correção Monetária de Balanço, ocorrida a partir de 1996.

Analisando-se a correlação entre variáveis, verifica-se que o beta somente não está correlacionado ao indicador de Governança Corporativa, e que há uma correlação positiva com todas as demais variáveis, o que não era esperado em relação às variáveis *disclosure*, tamanho (LNRB) e ADR, as quais se esperava que tivessem relação negativa com o beta.

Tabela 2 – Coeficientes de correlação de Spearman

		BETA	DISCL	PRVP	LNEND	LNRB	GOVERN	ADR
BETA	Correlation Coefficient	1,000						
	Sig. (2-tailed)	.						
DISCL	Correlation Coefficient	,171*	1,000					
	Sig. (2-tailed)	,011	.					
PRVP	Correlation Coefficient	,213**	,255**	1,000				
	Sig. (2-tailed)	,001	,000	.				
LNEND	Correlation Coefficient	,182**	,155*	,152*	1,000			
	Sig. (2-tailed)	,007	,021	,024	.			
LNRB	Correlation Coefficient	,378**	,453**	,518**	,268**	1,000		
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000	,000	.		
GOVERN	Correlation Coefficient	,094	,190**	,239**	,210**	,320**	1,000	
	Sig. (2-tailed)	,164	,005	,000	,002	,000	.	
ADR	Correlation Coefficient	,436**	,344**	,322**	-,013	,493**	,235**	1,000
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000	,849	,000	,000	.

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Fonte: elaborada pelos autores

As regressões foram feitas utilizando-se duas equações. Na primeira equação, regressou-se BETA em função das variáveis PRVP, LNEND e LNRB. Em seguida, acrescentou-se ao modelo as demais variáveis (DISCL, GOVERN e ADR), com o objetivo de verificar, por meio do R2 ajustado, se estas últimas acrescentaram poder explicativo à regressão. Observou-se que, tanto para o conjunto total das ações, quanto considerados isoladamente, os grupos de ações ordinárias e preferenciais, o acréscimo das três variáveis citadas aumentou o poder explicativo da regressão, conforme se pode observar na Tabela 3:

Tabela 3 – Coeficientes de determinação ajustados das regressões

Base de dados	R2 Ajustado	p-value	R2 Ajustado	p-value
Todas as ações	0,133 ⁽¹⁾	0,000	0,226 ⁽²⁾	0,000
Ordinárias	0,027 ⁽³⁾	0,185	0,104 ⁽⁴⁾	0,038
Preferenciais	0,195 ⁽⁵⁾	0,000	0,310 ⁽⁶⁾	0,000

(1), (3) e (5) - Variáveis independentes utilizadas: PRVP, LNEND e LNRB

(2), (4) e (6) - Variáveis independentes utilizadas: PRVP, LNEND, LNRB, DISCL, GOVERN e ADR

Fonte: elaborada pelos autores

Vale destacar que o poder de explicação do modelo completo é maior para as ações preferenciais do que para as ordinárias, e que o modelo só com três variáveis não é válido para as ações ordinárias.

Analisando-se os coeficientes das regressões (4) e (6) evidenciados na Tabela 4, verifica-se que, com um nível de significância de 10%, a variável ADR é a única significativa tanto para ações ordinárias quanto preferenciais. No entanto, a relação encontrada entre custo de capital e ADR é positiva, de forma oposta aos resultados encontrados por Bruni (2002) e Silveira (2003). No caso das ações ordinárias, esta é a única variável significativa.

Tabela 4 – Coeficientes das variáveis das regressões (4) e (6)

Base de dados		Intercepto	PRVP	LNEND	LNRB	DISCL	GOVERN	ADR
Ordinárias	Coefficiente	0,007	-0,036	0,025	0,033	0,076	-0,173	0,287
	p-value	0,988	0,508	0,565	0,344	0,736	0,157	0,011
Preferenciais	Coefficiente	-0,442	-0,030	0,056	0,054	-0,212	-0,051	0,369
	p-value	0,061	0,353	0,018	0,004	0,260	0,470	0,000

Fonte: elaborada pelos autores

Em relação às ações preferenciais, são estatisticamente significativas: as variáveis relacionadas a endividamento, tamanho da empresa, e emissão de ADRs, todas com coeficiente positivo.

O endividamento apresenta um resultado correspondente ao esperado, ou seja, maior endividamento provavelmente gera uma maior percepção de risco por parte dos acionistas proprietários de ações preferenciais, que passam a exigir maior remuneração.

A relação positiva entre tamanho e beta, contraditória à teoria econômica, também foi observada por Málaga e Securato (2004).

Em nenhum dos casos, a variável *disclosure*, assim como também governança mostraram-se significativas. No caso de governança, o resultado está em consonância com os resultados obtidos por Lima *et al.* (2004) que não encontraram indícios significativos de redução nos custos de captação via debêntures em decorrência de adesão a qualquer dos níveis de Governança Corporativa.

Quanto ao nível de *disclosure*, uma provável explicação para sua irrelevância provém de Lopes (2002a, p.90):

O mercado de capitais brasileiro é extremamente concentrado, com poucas (mais freqüentemente nenhuma) empresas, tendo o controle acionário negociado em bolsa. Nesse tipo de mecanismo de governança corporativa, o papel da contabilidade como redutora da assimetria de informações entre administradores e investidores é reduzido, uma vez que os proprietários têm acesso privilegiado às informações das empresas. A literatura recente a respeito da relação entre os modelos de governança e a relevância da informação contábil sugere que, nesse tipo de situação, a contabilidade não é relevante para explicar o comportamento de preços negociados no mercado.

No entanto, maiores investigações são requeridas. A falta de relacionamento encontrado pode ser devida também às limitações da *proxy* utilizada para *disclosure*, uma vez que apenas dez empresas são indicadas por ano, o que não indica necessariamente que aquelas que ficaram em décimo primeiro, ou décimo segundo lugar no ranking também não possuam um bom nível de *disclosure*.

Com o objetivo de verificar se problemas na definição da variável dependente, relacionada às diferenças setoriais que influenciam no beta das empresas, poderiam ter influenciado o resultado, substituiu-se a variável beta pela diferença entre o beta da empresa e a média dos betas das empresas do setor. As regressões resultantes mostram resultados semelhantes, mas com redução do R² (0,026 para ações ordinárias e 0,118 para preferenciais) e de variáveis explicativas: nenhuma das variáveis é significativa na explicação do beta das ações ordinárias, e apenas endividamento e ADR influenciam o beta no caso das preferenciais.

6 Conclusões e sugestões para pesquisas posteriores

Este trabalho teve como objetivo verificar se o nível de *disclosure* influencia o custo do capital, para as empresas negociadas no mercado brasileiro. A teoria em que se basearam estudos feitos nos mercados americano, asiático e suíço, para citar alguns exemplos de pesquisas realizadas, estabelece que um maior nível de *disclosure*, ao reduzir a assimetria informacional, reduz o custo de capital. A redução se dá por meio do aumento da liquidez da ação no mercado, maior demanda por ações da empresa, ou redução do risco de estimativa.

Com base nos dados pesquisados, a conclusão que se chega é que no mercado brasileiro o nível de *disclosure* não afeta o custo de capital. Em função das peculiaridades do mercado brasileiro, o resultado não é de todo surpreendente.

No entanto, uma investigação mais detalhada pode ser conduzida utilizando-se uma medida de qualidade de *disclosure* mais robusta do que a utilizada, que pode ser construída

pelo próprio pesquisador, a partir de um exame detalhado do conteúdo das informações publicadas por um grupo de empresas escolhido.

Adicionalmente, verificaram-se outros dois resultados contrários à expectativa alicerçada na teoria, mas que reforçam os resultados de outras pesquisas já realizadas: que as maiores empresas oferecem taxas de retorno superiores às menores e que a implementação de práticas diferenciadas de governança corporativa não resultou em alteração do custo de capital.

A razão desse comportamento às avessas também é um instigante tema para futuros trabalhos.

Referências Bibliográficas

BOTOSAN, Christine A. Disclosure level and the cost of equity capital. *The Accounting Review*. Vol 72, n°3, July 1997, p. 323-349.

BOTOSAN, Christine A.; PLUMLEE Marlene A. Estimating expected cost of capital: a theory-based approach. *Working paper*. SSRN, 2001. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=279309>. Acesso em janeiro / 2005.

_____. A re-examination of disclosure level and the cost of equity capital. *Journal of Accounting Research*, n° 40, p. 21-40, 2002.

BRUNI, Adriano Leal. *Globalização financeira, eficiência informacional e custo de capital: uma análise das emissões de ADRs brasileiros no período 1992-2001*. São Paulo. Tese (Doutorado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade - FEA-USP, 2002.

BRUNI, Adriano Leal. FAMÁ, Rubens. Mercados eficientes, CAPM e anomalia: uma análise das ações negociadas na BOVESPA (1988-1996). III Seminário de Administração da FEA-USP. *Anais...* São Paulo: III SEMEAD, 1998.

CHEN, Kevin C.W.; CHEN, Shilong; WEI K.C. John. Disclosure, Corporate governance, and the Cost of Equity Capital: Evidence from Asias Emerging Markets. *Working Paper*, SSRN. Jun/2003. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=422000>, Acesso em janeiro / 2005.

FAN, Stephen C. Have we misinterpreted CAPM for 40 years? A theoretical proof. *Working Paper*, SSRN. September/2004. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=592167> Acesso em janeiro / 2005 .

FRANCIS, Jere R. KHURANA, Inder K. PEREIRA, Raynolde. Global evidence on incentives for voluntary accounting disclosures and the effect on cost of capital. *Working Paper*, SSRN. September/2003. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=456900> Acesso em Janeiro/2005

HAIL, Luzi. The impact of voluntary corporate disclosures on the ex ante cost of capital for Swiss firms. *Working Paper*, SSRN. October/2002. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=279276>. Acesso em janeiro/2005.

LIMA, Iran S.; IKEDA, Ricardo H.; SALOTTI, Bruno M.; BATISTELLA, Fábio D. O custo de captação e a governança corporativa. 17º Congresso Brasileiro de Contabilidade. *Anais...* Brasília: Conselho Federal de Contabilidade, 2004.

LOPES, Aleksandro B. *A relevância da informação contábil para o mercado de capitais: o modelo de Ohlson aplicado à Bovespa*. São Paulo. 2001. Tese (Doutorado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade - FEA-USP, 2001.

_____. *A informação contábil e o mercado de capitais*. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002a.

_____. The value relevance of Brazilian Accounting Numbers: An Empirical Investigation. *Working Paper*, SSRN, 2002b. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=311459>. Acesso em janeiro / 2005.

MALAGA, Flávio K. *Aplicação do modelo de três fatores de Fama e French no mercado acionário brasileiro: um estudo empírico do período 1995-2003*. São Paulo. 2003. Dissertação (Mestrado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade - FEA-USP, 2003.

MALAGA, Flávio K. SECURATO, José Roberto. Aplicação do modelo de três fatores de Fama e French no mercado acionário brasileiro: um estudo empírico do período 1995-2003. XVIII Encontro da ANPAD. Curitiba: Enanpad, 2004.

PRATT, Shanon P. *Cost of capital. Estimation and applications*. New York: John Wiley & Sons, 1998.

SILVEIRA, Heber P. *Internacionalização e custo de capital das empresas brasileiras: análise do impacto da emissão de american depositary receipts*. São Paulo. 2003. Dissertação (Mestrado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade - FEA-USP, 2003.